



HELSINGIN YLIOPISTO  
HELSINGFORS UNIVERSITET  
UNIVERSITY OF HELSINKI

# KOHTI KESTÄVÄÄ RAHOITUSJÄRJESTELMÄÄ – EU GREEN BOND -STANDARDI SÄÄNTELYINSTRUMENTTINA

Helsingin yliopisto  
Oikeustieteellinen tiedekunta  
Pro gradu -tutkielma  
Touko Hakahuhta  
Ohjaaja: prof. Jukka Mähönen  
28. helmikuuta 2021



Tiedekunta/Osasto - Fakultet/Sektion – Faculty		Laitos - Institution – Department
Oikeustieteellinen tiedekunta		-
Tekijä - Författare – Author		
Touko Hakahuhta		
Työn nimi - Arbetets titel – Title		
Kohti kestävää rahoitusjärjestelmää – EU green bond -standardi sääntelyinstrumentina		
Oppiaine - Läroämne – Subject		
Kauppaoikeus		
Työn laji - Arbetets art – Level	Aika - Datum – Month and year	Sivumäärä - Sidoantal – Number of pages
Maisterintutkielma	28 helmikuuta 2021	XXXII + 71
Tiivistelmä - Referat – Abstract		
<p>Euroopan unionin piirissä on vireillä useita kestävän rahoituksen hankkeita, joiden tavoitteena on edistää siirtymää kestävään talousjärjestelmään. Tämän tutkielman aiheena ovat vihreät joukkovelkakirjalainat (green bond), jotka sijoittuvat kestävän rahoituksen piiristä ympäristöllisen kestävyysalueeseen. Vihreät joukkovelkakirjalainat ovat velkasitoumuksia, joiden varat kohdistuvat vihreiden hankkeiden rahoittamiseen tai uudelleenrahoittamiseen.</p> <p>Vihreiden joukkovelkakirjalainojen merkittävyyttä kestävän rahoituksen segmenttinä korostaa viime vuosina vahvasti kasvanut markkina. Vihreiden joukkovelkakirjalainojen markkinat ovat toistaiseksi kärsineet selvän vihreä-käsitteen puuttumisesta, mikä on altistanut sijoittajat viherpesulle. Vaikka liikkeeseenlaskijat ovat pyrkineet lujittamaan kestävyysväitteitään viittauksilla itsesääntelyperiaatteisiin ja -standardeihin, markkinoiden luotettavuuteen ja läpinäkyvyyteen liittyvät ongelmat eivät kuitenkaan ole poistuneet. Tämän vuoksi EU:ssa on nähty tarpeelliseksi kytkeä vihreiden joukkovelkakirjalainojen vihreä-käsite yhtenäiseen kestävän taloudellisen toiminnan luokitusjärjestelmään, taksonomiaan.</p> <p>Tutkielmassa tarkastellaan vihreiden joukkovelkakirjalainojen sääntelyä erityisesti Euroopan komission valmistelussa olevan EU green bond -standardin valossa. Itsesääntelystä siirtyminen EU-tasoiseen lakiperusteiseen standardiin luo mielenkiintoisen asetelman tarkastella oikeudellisesti itse sääntelyinstrumenttia sekä sen vaikutuksia markkinatoimijoihin. Suuressa kuvassa tutkielman tutkimuskysymyksenä on selvittää, millainen sääntelyinstrumentti EU green bond -standardi on.</p> <p>Tutkielmassa havaitaan, että vaikka sääntelyinstrumentin kohde on EU:n arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyssä uusi, ympäristöllisesti kestävän toiminnan rahoittaminen, noudattaa EU-standardi vakiintunutta arvopaperimarkkinaoikeuden sääntelytekniikkaa. EU green bond -standardi muodostaa ensimmäisen tason säädöksenä pääperiaatteet vihreille joukkovelkakirjalainoille, jotka täsmentyvät toisen tason sääntelyssä ennen kaikkea taksonomian vähimmäisedellytysten mukaisesti. Muutosta itsesääntelystä velvoitesääntelyyn pehmentää kuitenkin EU-standardin soveltamisen vapaaehtoisuus. Sääntelyn velvoittavuuden kasvattaminen on tutkimuksen havaintojen valossa suhteellisen legitiimiä, sillä sääntelyinstrumentti perustuu nykyiseen markkinakäytäntöön, minkä lisäksi etenkin rahoitusmarkkinatoimijat on otettu vahvasti mukaan sääntelyä valmisteleviin asiantuntijaryhmiin.</p> <p>Tutkielmassa edetään tämän jälkeen EU green bond -standardin aineellisoikeudellisen sisällön tarkasteluun ja havaitaan standardin tavoitteiden kytkeytyvän perinteisiin arvopaperimarkkinaoikeudellisiin tavoiteasetteluihin: markkinoiden tehokkuuden vahvistamiseen sekä sijoittajansuojan turvaamiseen ja väärinkäytösten estämiseen. EU green bond -standardi rakentuu neljän perusosion varaan. Ensinnäkin standardi asettaa nykyistä selkeämmän vihreä-käsitteen rahoitettaville hankkeille. Toisekseen standardi pyrkii parantamaan vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskevaa tiedonantoa asettamalla velvoitteen julkaista vihreiden joukkovelkakirjalainojen viitekehys ja implementoimalla markkinakäytännössä omaksutut raportointikäytänteet pakottavaksi osaksi standardia. Neljäntenä perusosiona standardilla implementoidaan lakisääteinen vihreisiin joukkovelkakirjalainoihin kohdistuva verifikaatiovaatimus.</p> <p>Lopuksi tutkielmassa tarkastellaan EU-standardin vaikutuksia markkinatoimijoihin. Tutkielman keskeisenä johtopäätöksenä havaitaan, että standardin taloudelliset edut liikkeeseenlaskijoille eivät ole yksiselitteisiä. Sen sijaan standardin selvä taksonomiaan perustuva vihreä-käsite parantaa green bondeja koskevien kestävyysväitteiden oikeusvarmuutta, mikä on olennainen lisämyös vihreiden joukkovelkakirjalainojen kysyntää sijoittajien keskuudessa ja näin edistämään markkinan kasvua. Edelleen havaitaan, että EU-standardin lisäarvo ja vaikuttavuus perustuvat markkinoiden tehokkuuden vahvistamiseen kestävyystiedon laatua ja vertailukelpoisuutta parantamalla. Standardin vahvuutena voidaan pitää sen kytkeytymistä julkisen vallan hyväksymiin ympäristö- ja ilmastotavoitteisiin, jotka edelleen linkittyvät Pariisin sopimukseen ja YK:n kestävän kehityksen tavoitteisiin.</p>		
Avainsanat – Nyckelord – Keywords		
arvopaperimarkkinaoikeus, kestävä rahoitus, vihreä rahoitus, vihreät joukkovelkakirjalainat, green bond, EU green bond -standardi, taksonomia		
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited		
Helsingin yliopiston kirjasto		
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information		
Ohjaaja: prof. Jukka Mähönen		

# SISÄLLYS

LÄHTEET .....	V
LYHENTEET .....	XXXI
1 JOHDANTO .....	1
1.1 Aluksi.....	1
1.2 Tutkielman aihe .....	2
1.3 Tutkimuskysymykset ja tutkielman tavoitteet .....	6
1.4 Tutkimusmenetelmät ja lähdeaineisto .....	7
1.5 Tutkimuksen rajoitukset.....	10
1.6 Tutkielman rakenne .....	11
2 STANDARDIT OSANA EU:N	
ARVOPAPERIMARKKINAOIKEUDELLISTA SÄÄNTELYÄ .....	12
2.1 Lamfalussy-prosessi: norminanto hierarkkisessa sääntelyjärjestelmässä.....	12
2.2 Standardien asema arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyssä.....	14
2.3 Vertailua: standardien implementointi EU-oikeuteen .....	17
2.3.1 Julkisesti noteerattujen yhtiöiden taloudellinen raportointi ja IFRS-	
standardit.....	17
2.3.2 Kertomus hallituksille suoritettavista maksuista ja	
kaivannaisteollisuuden avoimuusaloite .....	19
2.3.3 Muun kuin taloudellisen tiedon raportointi ja Euroopan komission	
ohjeistukset .....	21
2.3.4 Ympäristön kannalta kestävä taloudellisen toiminnan	
luokitusjärjestelmä ja taksonomia-asetus .....	23
2.4 EU green bond -standardi sääntelyinstrumenttina.....	25
2.4.1 Muodollinen vahvuus .....	25
2.4.2 Tosiasiallinen vahvuus .....	26
3 EU GREEN BOND -STANDARDI .....	29
3.1 EU-standardin lähtökohdista .....	29
3.2 Markkinatoimijoiden intressit.....	30
3.3 Teknisen asiantuntijaryhmän ehdotuksen perusosiot .....	32
3.3.1 Vihreät hankkeet.....	32
3.3.2 Viitekehys.....	36
3.3.3 Raportointi.....	38
3.3.4 Verifikaatio.....	40
3.4 Erityiskysymyksiä.....	42
3.4.1 Green bondin taksonomian mukaisuus – 100 %:a vai vähemmän? .....	42
3.4.2 EU-standardin soveltuminen portfoliomalliin .....	44
3.4.3 EU-standardi osana kestävien rahoitusvälineiden kokonaisuutta.....	47
3.5 Arviointia.....	49
4 EU-STANDARDIN VAIKUTUKSET MARKKINATOIMIJOIHIN ...	55
4.1 Vihreät joukkovelkakirjalainat käytännössä.....	55
4.2 Vaikutukset liikkeeseenlaskijoihin .....	59
4.3 Vaikutukset sijoittajiin.....	64
5 JOHTOPÄÄTÖKSET .....	68

# LÄHTEET

## Kirjallisuus

Aarnio (1978)

Aarnio, Aulis, 1978. Mitä lainoppi on? Kustannusosakeyhtiö Tammi. Helsinki.

Aarnio (1989)

Aarnio, Aulis, 1989. Laintulkinnan teoria – Yleisen oikeustieteen oppikirja. Werner Söderström Osakeyhtiö. Porvoo – Helsinki – Juva.

Ahlström – Monciardini (2021)

Ahlström Hanna – Monciardini David, 2021. The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms. Journal of Business Ethics, 24.2.2021. Saatavilla osoitteessa <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04763-x> (vierailtu 24.2.2021)

Alexander – Fisher (2019)

Alexander, Kern – Fisher, Paul, 2019. Banking Regulation and Sustainability. SSRN Electronic Journal. Saatavilla osoitteessa <https://ssrn.com/abstract=3299351> (vierailtu 20.2.2021).

Armour – Awrey – Davies – Enriques – Gordon – Mayer – Payne (2016)

Armour, John – Awrey, Dan – Davies, Paul – Enriques, Luca – Gordon, Jeffrey N. – Mayer, Colin – Payne, Jennifer, 2016. Principles of Financial Regulation. Oxford University Press. Oxford.

Avbelj – Alberti – Cauffman – Hartlapp – Korkea-Aho – Leino-Sandberg – Oliva – Post – Schwerdtfeger (2020)

Avbelj, Matej – Alberti, Jacopo – Cauffman, Caroline – Hartlapp, Miriam – Korkea-Aho, Emilia – Leino-Sandberg, Päivi – Oliva, Eric – Post, Steffen – Schwerdtfeger, Angela, 2020. EU Financial Regulation Soft Law in the Member States: Finland, France, Germany, Italy, the Netherlands, Slovenia and the UK. SoLaR Research Network, Second SoLaR Working Paper.

Bachelet – Becchetti – Manfredonia (2019)

Bachelet, Maria Jua – Becchetti, Leonardo – Manfredonia, Stefano, 2020. The Green Bonds Premium Puzzle: The Role of Issuer Characteristics and Third-Party Verification. Sustainability, Vol. 11(4).

Baker – Bergstresser – Serafeim – Wurgler (2018)

Baker, Malcolm – Bergstresser, Daniel – Serafeim, George – Wurgler, Jeffrey, 2018. Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds. SSRN Electronic Journal. Saatavilla osoitteessa <https://ssrn.com/abstract=3275327> (vierailtu 13.2.2021).

Baldvin – Cave – Lodge (2012)

Baldvin, Robert – Cave, Martin – Lodge, Martin, 2012. Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice. Second Edition. Oxford University Press. Oxford.

Bongaerts – Schoenmaker (2020)

Bongaerts, Dion – Schoenmaker, Dirk, 2020. The next step in green bond financing. SSRN Electronic Journal. Saatavilla osoitteessa <https://ssrn.com/abstract=3389762> (vierailtu 10.12.2020).

Brummer (2011)

Brummer, Chris, 2011. How International Financial Law Works (and How it Doesn't). Georgetown Law Journal, Vol. 99(2), s. 257–327.

Brummer (2012)

Brummer, Chris, 2012. Soft Law and the Global Financial System: Rule Making in the 21st Century. Cambridge University Press. Cambridge.

De Bellis (2020)

De Bellis, Maurizia, 2020. The Legitimacy of Banking and Financial Standards: Representation, Due Process and Regulatory Capture, s. 180–202 teoksessa Eliantonio, Mariolina – Cauffman, Caroline (toim.) The Legitimacy of Standardisation as a Regulatory Technique A Cross-disciplinary and Multi-level Analysis. Edward Elgar Publishing. Cheltenham.

Brinckmann (2017)

Brinckmann, Hendrik, 2017. Foundations, s. 263–280 teoksessa Veil, Rüdiger (toim.) European Capital Markets Law. Second Edition. Hart Publishing. Oxford – Portland.

Collin (2020)

Collin, Jesse, 2020. Osake ja modernit arvopaperimarkkinat: yhtiö- ja arvopaperimarkkina-oikeudellinen tutkimus pörssiyhtiön osakkeen omistuksen oikeudellisen luonteen ja tiettyjen rahoitusvälineiden välisestä suhteesta. Alma Talent Oy. Helsinki.

Delmas – Burbano (2011)

Delmas, Magali A. – Burbano, Vanessa Cuerel, 2011. The Drivers of Greenwashing. California Management Review, Vol. 54(1), s. 64–87.

Deschryver – de Mariz (2020)

Deschryver, Pauline – de Mariz, Frederic, 2020. What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market? Journal of Risk and Financial Management, Vol. 13(3).

Ehlers – Mojon – Packer (2020)

Ehlers, Torsten – Mojon, Benoît – Packer, Frank, 2020. Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level. BIS Quarterly Review, September 2020.

Ehlers – Packer (2017)

Ehlers, Torsten – Packer, Frank, 2017. Green bond finance and certification. BIS Quarterly Review, September 2017.

Fama (1970)

Fama, Eugene F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, Vol. 25(2), s. 383–417.

Fatica – Panzica (2020)

Fatica, Serena – Panzica, Roberto, 2020. Green bonds as a tool against climate change? JRC Technical Report. JRC Working Papers in Economics and Finance, 2020/10.

Fauvarque-Cosson – Behar-Touchais (2012)

Fauvarque-Cosson, Bénédicte – Behar-Touchais, Martine, 2012. Implementation of Optional Instruments within European Civil Law. European Parliament. Brussels.

Firger (2010)

Firger, Daniel M., 2010. Transparency and the Natural Resource Curse: Examining the New Extraterritorial Information Forcing Rules in the Dodd-Frank Wall Street Reform Act of 2010. *Georgetown Journal of International Law*, Vol. 41(4), s. 1043–1095.

Flammer (2018)

Flammer, Caroline, 2018. Corporate Green Bonds. SSRN Electronic Library. Saatavilla osoitteessa <https://ssrn.com/abstract=3125518> (vierailtu 15.2.2021).

Ford (2010)

Ford, Cristin, 2010. Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis. *McGill Law Journal*, Vol. 55(2), s. 257–310.

Freeburn – Ramsay (2020)

Freeburn, Lloyd – Ramsay, Ian, 2020. Green bonds: legal and policy issues. *Capital Markets Law Journal*, Vol. 15(4), s. 418–442.

Gehring (2016)

Gehring, Markus, 2016. Legal Transition to Green Economy. *McGill International Journal of Sustainable Development Law and Policy*, Vol. 12(2), s. 135–174.

van Gestel – Micklitz (2014)

van Gestel, Rob – Micklitz, Hans-Wolfgang, 2014. Why Methods Matter in European Legal Scholarship? *European Law Journal*, Vol. 20(3), s. 292–316.

Göthlin (2019)

Göthlin, Sara, 2019. The Green Promise – Contract Law and Sustainable Purpose Bonds. *JFT* 2018/2019(3), s. 567–586.

Huovinen (2006)

Huovinen, Sakari, 2006. Yhteissääntely ja itsesääntely – julkisen vallan tehtäviä muuttavat sääntelykeinot. Lakimies 7–8/2006 s. 1206–1224.

Häyrynen – Kajala (2013)

Häyrynen, Janne – Kajala, Ville, 2013. Uusi arvopaperimarkkinalaki. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki.

Ilmonen (2016)

Ilmonen, Klaus, 2016. Dynamics of EU Corporate Governance Regulation: Nordic Perspectives. University of Helsinki. Helsinki.

Jääskinen (2007)

Jääskinen, Niilo, 2007. Euroopan unioni: oikeudelliset perusteet. Talentum. Helsinki.

Kallestrup (2017)

Kallestrup, Morten, 2017. Stakeholder Participation in European Standardization: A Mapping and an Assessment of Three Categories of Regulation. Legal Issues of Economic Integration, Vol. 44(4), 381-393.

Kapraun – Scheins (2019)

Kapraun, Julia – Scheins, Christopher, 2019. (In)-Credibly Green: Which Bonds Trade at a Green Bond Premium? Proceedings of Paris December 2019 Finance Meeting EUROFIDAI – ESSEC.

Karhu (2020)

Karhu, Juha, 2020. Kohti 2000-luvun oikeuslähdeoppia. Lakimies 7–8/2020, s. 1017–1034.

Keinänen – Vartiainen (2017)

Keinänen, Anssi – Vartiainen, Niko, 2017. Vaihtoehtojen punninta lakitasoisen sääntelyn sisällä: empiriinen analyysi vuoden 2014 hallituksen esityksistä. Referee-artikkeli, Edilex 2017/48.



Knüpfer – Puttonen (2018)

Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa, 2018. *Moderni Rahoitus*. 8., uudistettu painos. Alma Talent Oy. Helsinki.

Liaw (2020)

Liaw, Thomas K., 2020. Survey of Green Bond Pricing and Investment Performance. *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 13(9).

Maltais – Nykvist (2020)

Maltais, Aaron – Nykvist, Björn, 2020. Understanding the role of green bonds in advancing sustainability. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 14.2.2020.

Mańko (2015)

Mańko, Rafal, 2015. EU Competence in Private Law: The Treaty Framework for a European Private Law and Challenges for Coherence. *European Parliamentary Research Service*, Brussels.

Manninen (2003)

Manninen, Jyrki, 2003. Euroopan arvopaperialan sääntelyprosessi – ns. viisaiden komitean nelitasoinen lähestymistapa. *Defensor Legis* 2/2003, s. 254–272.

Marjosola (2014)

Marjosola, Heikki, 2014. Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach. *European Law Review*, Vol. 39(3), s. 338–361.

Marjosola (2017)

Marjosola, Heikki, 2017. *Regulatory Governance of EU Financial Markets and Institutions: Dealing with Incompleteness of Law and Constitution*. University of Helsinki. Helsinki.

Migriorelli – Dessetine (2019)

Migriorelli, Marco – Dessetine, Philippe, 2019. *From Transaction-Based to Mainstream Green Finance* teoksessa Migriorelli, Marco – Dessetine, Philippe (toim.) *The Rise of Green Finance in Europe*. Palgrave Macmillan. Cham.

Modigliani – Miller (1958)

Modigliani, Franco – Miller, Merton H., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, Vol. 48(3), s. 261-297.

Moloney (2014)

Moloney, Niamh, 2014. EU Securities and Financial Markets Regulation. Oxford University Press. Oxford.

Myllylä (2017)

Myllylä, Kirsti, 2017. Itsesääntely kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla, s. 473–481 teoksessa Paloranta, Paula (toim.) Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80 vuotta. Alma Talent Oy. Helsinki.

Mähönen (2004)

Mähönen, Jukka, 2004. Taloustiede lain tulkinnassa. Lakimies 1/2014, s. 49–64.

Mähönen (2015)

Mähönen, Jukka, 2015. Onko kauppaoikeudella mitään virkaa? Lakimies 7–8/2015, s. 973–986.

Mähönen (2020)

Mähönen, Jukka, 2020. Comprehensive Approach to Relevant and Reliable Reporting in Europe: A Dream Impossible? Sustainability, Vol. 12(13).

Mähönen – Villa (2020)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, 2020. Osakeyhtiö II – Pääomarakenne ja rahoitus. Alma Talent Oy. Helsinki.

Norros (2009)

Norros, Olli, 2019. Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. Alma Talent Oy. Helsinki.

Park (2018)

Park, Stephen Kim, 2018. Investors as regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution. *Stanford Journal of International Law*, Vol. 54(1), s. 1–48.

Park (2020)

Park, Stephen Kim, 2020. Green Bonds and Beyond: Debt Financing as a Sustainability Driver teoksessa Sjøfjell, Beate – Bruner, Christopher M. (toim.) *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge University Press. Cambridge.

Raitio (2005)

Raitio, Juha, 2005. Teleologia eurooppaoikeudessa. *Oikeus* 3/2005, s. 276–297.

Raitio (2014)

Raitio, Juha, 2014. Kontekstuaalisuus, Klamen finalismi ja EU-oikeus. *Lakimies* 4/2014, s. 519–541.

Raitio – Tuominen (2020)

Raitio, Juha – Tuominen, Tomi, 2020. *Euroopan unionin oikeus. 2., uudistettu painos*. Alma Talent Oy. Helsinki.

Rose (2018)

Rose, Paul, 2018. Certifying the ‘Climate’ in climate bonds. *Capital Markets Law Journal*, Vol 14(1), s. 59–77.

Scheltema (2014)

Scheltema, Martijn W., 2014. Assessing Effectiveness of International Private Regulation in the CSR Arena. *Richmond Journal of Law & Business*, Vol 13(2), s. 302–413.

Schoenmaker – Schramade (2019)

Schoenmaker, Dirk – Schramade, Willem, 2019. *Principles of Sustainable Finance*. Oxford University Press. Oxford.

Siltala (2003)

Siltala, Raimo, 2003. Oikeustieteen tieteenteoria. Suomalainen lakimiesyhdistys. Helsinki.

Sjåfjell – Mähönen – Novitz – Gammage – Ahlström (2020)

Sjåfjell, Beate – Mähönen, Jukka – Novitz, Tonia – Gammage, Clair – Ahlström, Hanna, 2020. Securing the Future of European Business: SMART Reform Proposals. University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2020-11.

Sorsa (2019)

Sorsa, Kaisa, 2019. Vastuullisuusmerkit sääntelyinstrumenttina. Defensor Legis 4/2019, s. 579–595.

Stefan – Avbelj – Eliantonio – Hartlapp – Korkea-aho – Rubio (2019)

Stefan, Oana Andreea – Avbelj, Matej – Eliantonio, Mariolina – Hartlapp, Miriam – Korkea-aho, Emilia – Rubio, Nathalie, 2019. EU Soft Law in the EU Legal Order: A Literature Review. SoLaR Research Network, First SoLaR Working Paper.

Tala (2012)

Tala, Jyrki, 2012. Lainvalmistelu ja sääntelyn vaihtoehdot. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimustiedonantoja 113. Helsinki.

Timonen (1996)

Timonen, Pekka, 1996. Taloustieteen ja sen tulosten käyttö oikeustutkimuksessa, s. 129–159 teoksessa Kanninen, Vesa – Määtä, Kalle (toim.) Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Gaudeamus. Helsinki.

Trippel (2020)

Trippel, Elia, 2020. How green is green enough? The changing landscape of financing a sustainable European economy. ERA Forum, Vol. 21(2), s. 155 - 170

Veil (2017a)

Veil, Rüdiger, 2017. Concept and Aims of Capital Markets Regulation, s. 23–30 teoksessa Veil, Rüdiger (toim.) European Capital Markets Law, Second Edition. Hart Publishing. Oxford – Portland.

Veil (2017b)

Veil, Rüdiger, 2017. History, s. 3–22 teoksessa Veil, Rüdiger (toim.) *European Capital Markets Law*, Second Edition. Hart Publishing. Oxford – Portland.

Volpato – Eliantonio (2020)

Volpato, Annalisa – Eliantonio, Mariolina, 2020. The Contradictory Approach of the CJEU to the Judicial Review of Standards: A Love–Hate Relationship?, s. 91–109 teoksessa Eliantonio, Mariolina – Cauffman, Caroline (toim.) *The Legitimacy of Standardisation as a Regulatory Technique: A Cross-disciplinary and Multi-level Analysis*. Edward Elgar Publishing. Cheltenham.

Walla (2017)

Walla, Fabian, 2017. Process and Strategies of Capital Markets Regulation in Europe, s. 39–64 teoksessa Veil, Rüdiger (toim.) *European Capital Markets Law*, Second Edition. Hart Publishing. Oxford – Portland.

Wood – Grace (2011)

Wood, David – Grace, Katie, 2011. A Brief Note on the Global Green Bond Market. Initiative for Responsible Investment at Harvard University. IRI Working Paper, February 2011.

Wilhelmsson (2020)

Wilhelmsson, Thomas, 2020. Siviilioikeuden hiipivä eurooppalaistuminen ja Suomen oikeuslähdeoppi. *Lakimies* 7–8/2020, s. 1172–1196.

Zerbib (2019)

Zerbib, Oliver, 2019. Is There a Green Bond Premium? The Yield Differential Between Green and Conventional Bonds, 15.2.2019. SSRN Electronic Journal. Saatavilla osoitteessa [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2889690](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2889690) (vierailtu 11.2.2021).

## **Virallislähteet**

### *Euroopan unioni*

COM(2000) 359 final

Komission tiedonanto Neuvostolle ja Euroopan parlamentille: EU:n tilinpäätösraportoinnin strategia: tie eteenpäin, 13.6.2000, COM(2000) 359 final.

COM(2009) 252 final

Komission tiedonanto: Euroopan finanssivalvonta, 27.5.2009, COM(2009) 252 final.

COM(2011) 635 final

Ehdotus: Euroopan parlamentin ja Neuvoston asetus yhteisestä eurooppalaisesta kauppalaista, 11.10.2011, COM(2011) 635 final.

COM(2011) 684 final

Ehdotus: Euroopan parlamentin ja Neuvoston direktiivi tietyntyyppisten yritysten vuosittain päätöksistä, konsolidoiduista tilinpäätöksistä ja niihin liittyvistä kertomuksista, 25.10.2011, COM(2011) 684 final.

COM(2015) 301 final

Komission kertomus Euroopan parlamentille ja Neuvostolle: Arviointi kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta 19 päivänä heinäkuuta 2002 annetun asetuksen (EY) N:o 1606/2002 soveltamisesta, 18.6.2015, COM(2015) 301 final.

COM(2015) 468 final

Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, Neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja Alueiden komitealle: Pääomamarkkinaunioni luomista koskeva toimintasuunnitelma, 30.9.2015, COM(2015) 468 final.

COM(2018) 97 final

Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, Eurooppa-neuvostolle, Neuvostolle, Euroopan keskuspankille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja Alueiden komitealle: Kestävän kasvun rahoitusta koskeva toimintasuunnitelma, 8.3.2018, COM(2018) 97 final.

#### COM(2018) 353 final

Euroopan komission ehdotus Euroopan parlamentin ja Neuvoston asetukseksi kestävästä sijoittamista helpottavasta kehyksestä, 24.5.2018, COM(2018) 252 final.

#### COM(2018) 354 final

Euroopan komission ehdotus Euroopan parlamentin ja Neuvoston asetukseksi kestäviin sijoituksiin ja kestävyysriskeihin liittyvien tietojen antamisesta ja direktiivin (EU) 2016/2341 muuttamisesta, 24.5.2018, COM(2018) 354 final.

#### COM(2019) 640 final

Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, Eurooppa-neuvostolle, Neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja Alueiden komitealle: Euroopan vihreän kehityksen ohjelma, 11.12.2019, COM(2019) 640 final.

#### COM(2020) 103 final

Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, Neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja Alueiden komitealle: Pk-yritysstrategia kestävästä ja digitaalista Eurooppaa varten, 10.3.2020, COM(2020) 103 final.

#### COM(2020) 440 final

Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, Neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja Alueiden komitealle: Mukautettu komission työohjelma 2020, 27.5.2020, COM(2020) 440 final

#### COM(2020) 575 final

Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, Eurooppa-neuvostolle, Neuvostolle, Euroopan keskuspankille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle, Alueiden komitealle ja Euroopan investointipankille: Vuotuinen kestävä kasvun strategia 2021, 17.9.2020, COM(2020) 575 final.

#### COM(2020) 590 final

Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, Neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja Alueiden komitealle: Pääomamarkkinaunioni ihmisille ja yrityksille uusi toimitasuunnitelma, 24.9.2020, COM(2020) 590 final.

COM(2020) 690 final

Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, Neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaaliko-  
mitealle ja Alueiden komitealle: Komission työohjelma 2021 – Elinvoimainen unioni epä-  
vakaassa maailmassa, COM(2020) 690 final, 19.10.2020.

Consultation document: Establishment of an EU green bond standard (2020)

Euroopan komissio, 2020. Consultation document: Establishment of an EU green bond  
standard, 12.6.2020. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/busi-  
ness\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/2020-eu-green-bond-standard-con-  
sultation-document\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2020-eu-green-bond-standard-con-<br/>sultation-document_en.pdf) (vierailtu 30.12.2020).

Consultation document: Renewed sustainable finance strategy (2020)

Euroopan komissio, 2020. Consultation document: Renewed sustainable finance strategy,  
8.4.2020. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-sustai-  
nable-finance-strategy\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-sustai-<br/>nable-finance-strategy_en) (vierailtu 18.12.2020).

Council Conclusions 5.12.2019

Euroopan unionin neuvosto, 2019. Council Conclusions on the Deepening of the Capital  
Markets Union, 5.12.2019, 14815/19.

Draft Criteria Proposal for EU Ecolabel for Retail Financial Products 30.10.2020

Euroopan komissio, 30.10.2020. Draft Criteria Proposal for EU Ecolabel for Retail Financial  
Products. Saatavilla osoitteessa [https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau//sites/de-  
fault/files/2020-11/Draft%20ANNEX%20-%20Retail%20Financial%20Products.pdf](https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau//sites/de-<br/>fault/files/2020-11/Draft%20ANNEX%20-%20Retail%20Financial%20Products.pdf)  
(vierailtu 8.1.2021).

EFRAG Progress Report 31.10.2020

European Financial Reporting Advisory Group, 2020. Progress Report of the Project Task  
Force on Preparatory Work for the Elaboration of Possible EU Non-Financial Reporting  
Standards (PTF-NFRS) – Status and Preliminary High-Level Assessment Points. Saatavilla  
osoitteessa [https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing  
%2FSiteAssets%2FPTF-NFRS%2520Progress%2520Report%2520Final.pdf](https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing<br/>%2FSiteAssets%2FPTF-NFRS%2520Progress%2520Report%2520Final.pdf)  
(vierailtu 21.12.2020).



Euroopan talous- ja sosiaalikomitean lausunto 21.1.2011

Euroopan talous- ja sosiaalikomitea. Euroopan talous- ja sosiaalikomitean lausunto aiheesta ”28. järjestelmä: vaihtoehto sääntelyn vähentämiseksi yhteisön tasolla” (oma-aloitteinen lausunto), EUVL C 21, 21.1.2011, s. 26—32.

Guidelines on enforcement of financial information (2020)

ESMA, 2020. Guidelines on enforcement of financial information, 4.2.2020, ESMA32-50-218.

HLEG 2018a

High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018. Final Report: Financing a Sustainable European Economy, 31.1.2018. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf) (vierailtu 18.12.2020).

HLEG 2018b

High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018. Informal Supplementary Document on Green Bonds. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report-annex-1\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report-annex-1_en.pdf) (vierailtu 5.1.2021).

Inception Impact Assessment: Establishment of an EU Green Bond Standard 12.6.2020

Euroopan komissio, 12.6.2020. Inception Impact Assessment: Establishment of an EU Green Bond Standard, 12.6.2020, Ref. Ares(2020)3052805.

Konsultaatiopalaute 26.10.2020

Euroopan komissio, 26.10.2020. Received contributions: Establishment of an EU Green Bond Standard. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-eu-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-eu-green-bond-standard_en) (vierailtu 12.12.2020).

Lamfalussy-raportti (2001)

The Committee of Wise Men, 2001. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. Saatavilla osoitteessa [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy\\_report.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf) (vierailtu 3.12.2020).

de Larosière -raportti (2009)

The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 2009. Report. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication14527\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf) (vierailtu 3.12.2020).

Luonnos delegoiduksi säädökseksi (2020)

Euroopan komissio, 2020. Draft delegated regulation supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by establishing the technical screening criteria for determining the conditions under which an economic activity qualifies as contributing substantially to climate change mitigation or climate change adaptation and for determining whether that economic activity causes no significant harm to any of the other environmental objectives, 20.11.2020, Ref. Ares(2020)6979284.

EU Green Bond Standard Usability Guide (2020)

Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020. EU Green Bond Standard Usability Guide. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/info/files/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en) (vierailtu 15.12.2020).

EU SURE Social Bond Framework 2020

European Commission, 2020. EU SURE Social Bond Framework, 7.10.2020.

Muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat suuntaviivat: muiden kuin taloudellisten tietojen raportointimenetelmä 5.7.2017

Euroopan komissio, 2017. Komission tiedonanto – Muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat suuntaviivat (muiden kuin taloudellisten tietojen raportointimenetelmä), C/2017/4234, EUVL C 215, 5.7.2017, s. 1—20.

Muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat suuntaviivat: Ilmastoon liittyvien tietojen raportointia koskeva täydennysosa 20.6.2019

Euroopan komissio, 2019. Muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat suuntaviivat: Ilmastoon liittyvien tietojen raportointia koskeva täydennysosa, C/2019/4490, EUVL C 209, 20.6.2019, s. 1—30.

Summary Report of the Stakeholder Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy (2021)

Euroopan komissio, 2021. Summary Report of the Stakeholder Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy, 10.2.2021. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-sustainable-finance-strategy\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-sustainable-finance-strategy_en) (vierailtu 24.2.2021)

Summary Report of the Public Consultation on the Review of the Non-Financial Reporting Directive (2020)

Euroopan komissio, 2020. Summary Report of the Public Consultation on the Review of the Non-Financial Reporting Directive, 29.7.2020, Ref. Ares(2020)3997889.

TEG (2019)

Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2019. Report on EU Green Bond Standard. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en) (vierailtu 15.12.2020).

TEG (2020)

Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020. Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/info/files/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en) (vierailtu 15.12.2020).

Toimielinten välinen sopimus paremmasta lainsäädännöstä (2003)

Euroopan parlamentti – Euroopan unionin neuvosto – Euroopan yhteisöjen komissio, 2003. Toimielinten välinen sopimus paremmasta lainsäädännöstä, 31.12.2003, 2003/C 321/01.

*Suomi*

Esitevastuutyöryhmän mietintö (2005)

Esitevastuutyöryhmä, 2005. Esitevastuutyöryhmän mietintö 26.8.2005. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 10/2005.

HE 255/2020 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi. HE 255/2020 vp.

### *Muut*

#### Agenda 2030

Yhdistyneet kansakunnat, 2015. Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development, Resolution adopted by the General Assembly, 25.10.2015.

#### OECD Guidelines for Multinational Enterprises (2011)

The Organisation for Economic Cooperation and Development, 2011. OECD Guidelines for Multinational Enterprises. Saatavilla osoitteessa <http://mneguidelines.oecd.org/guidelines/> (vierailtu 7.2.2021).

#### Pariisin sopimus

Yhdistyneet kansakunnat, 2015. Paris Agreement 12.12.2015.

#### SOU 2017:115

Statens Offentliga Utredningar, Att främja gröna obligationer, SOU 2017:115.

#### The UN Guiding Principles on Business and Human Rights (2011)

The United Nations, 2011. The UN Guiding Principles on Business and Human Rights. Saatavilla osoitteessa [https://www.ohchr.org/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR\\_EN.pdf](https://www.ohchr.org/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR_EN.pdf) (vierailtu 7.2.2021).

### **Säädökset**

#### *Euroopan unioni*

##### ESMA-asetus

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1095/2010, annettu 24 päivänä marraskuuta 2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta, EUVL L 331, 15.12.2010, s. 84—119.

#### Eurooppaosuuskunta-asetus

Neuvoston asetus (EY) N:o 1435/2003, annettu 22 päivänä heinäkuuta 2003, eurooppaosuuskunnan (SCE) säännöistä, EUVL L 207, 18.8.2003, s. 1—24.

#### Eurooppayhtiöasetus

Neuvoston asetus (EY) N:o 2157/2001, annettu 8 päivänä lokakuuta 2001, eurooppayhtiön (SE) säännöistä, EYVL L 294, 10.11.2001, s. 1—21.

#### IAS-asetus

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EY) N:o 1606/2002, annettu 19 päivänä heinäkuuta 2002, kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta, EYVL L 243, 11.9.2002, s. 1—4.

#### Komission asetus (EY) N:o 1126/2008

Komission asetus (EY) N:o 1126/2008, annettu 3 päivänä marraskuuta 2008, tiettyjen kansainvälisten tilinpäätösstandardien hyväksymisestä Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EY) N:o 1606/2002 mukaisesti, EUVL L 320, 29.11.2008, s. 1—481.

#### Luottoluokituslaitosasetus

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EY) N:o 1060/2009, annettu 16 päivänä syyskuuta 2009, luottoluokituslaitoksista, EUVL L 302, 17.11.2009, s. 1—31.

#### Muun kuin taloudellisen tiedon direktiivi

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/95/EU, annettu 22 päivänä lokakuuta 2014, neuvoston direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta tietyiltä suurilta yrityksiltä ja konserneilta edellytettävien muiden kuin taloudellisten tietojen ja monimuotoisuutta koskevien tietojen julkistamisen osalta, EUVL L 330, 15.11.2014, s. 1—9.

#### Neuvoston asetuksen (EU, Euratom) 2020/2093

Neuvoston asetus (EU, Euratom) 2020/2093, annettu 17 päivänä joulukuuta 2020, vuosia 2021–2027 koskevan monivuotisen rahoituskehyn vahvistamisesta, EUVL L 433I, 22.12.2020, s. 11—22.

#### Päästökauppadirektiivi

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/87/EY, annettu 13 päivänä lokakuuta 2003, kasvihuonekaasujen päästöoikeuksien kaupan järjestelmän toteuttamisesta yhteisössä ja neuvoston direktiivin 96/61/EY muuttamisesta, EUVL L 275, 25.10.2003, s. 32—46.

#### Taksonomia-asetus

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/852, annettu 18 päivänä kesäkuuta 2020, kestävästä sijoittamista helpottavasta kehyksestä ja asetuksen (EU) 2019/2088 muuttamisesta, EUVL L 198, 22.6.2020, s. 13—43.

#### Tiedonantovelvoiteasetus

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2088, annettu 27 päivänä marraskuuta 2019, kestävyysliittymien tietojen antamisesta rahoituspalvelusektorilla, EUVL L 317, 9.12.2019, s. 1—16.

#### Tilinpäätösdirektiivi

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/34/EU, annettu 26 päivänä kesäkuuta 2013, tietyntyyppisten yritysten vuositilinpäätöksistä, konsernitilinpäätöksistä ja niihin liittyvistä kertomuksista, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2006/43/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivien 78/660/ETY ja 83/349/ETY kumoamisesta, EUVL L 182, 29.6.2013, s. 19—76.

#### Todentamisasetus

Komission täytäntöönpanoasetus (EU) 2018/2067, annettu 19 päivänä joulukuuta 2018, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä 2003/87/EY tarkoitetusta tietojen todentamisesta ja todentajien akkreditoinnista, EUVL L 334, 31.12.2018.

#### *Yhdysvallat*

##### Dodd-Frank Act

Dodd-Frank Wallstreet Reform and Consumer Protection Act of 2010.

## **Muut lähteet**

Almer (2010)

Almer, Josefin, 2010. Reform av EU:s marknad för finansiella tjänster – från Lamfalussy till Lissabon. Svenska institutet för europapolitiska studier. Europapolitisk analys 2010:13epa. Saatavilla osoitteessa [https://www.sieps.se/en/publications/2010/reform-av-eus-marknad-for-finansiella-tjanster---fran-lamfalussy-till-lissabon-201013epa/Sieps\\_2010\\_13epa.pdf](https://www.sieps.se/en/publications/2010/reform-av-eus-marknad-for-finansiella-tjanster---fran-lamfalussy-till-lissabon-201013epa/Sieps_2010_13epa.pdf) (vierailtu 3.12.2020).

BloombergNEF 11.1.2021

BloombergNEF. 11.1.2021. Sustainable Debt Breaks Annual Record Despite Covid-19 Challenges. Saatavilla osoitteessa <https://about.bnef.com/blog/sustainable-debt-breaks-annual-record-despite-covid-19-challenges/> (vierailtu 27.2.2021).

Catalogue of Green Bond Endorsed Projects (2020)

Kiinan keskuspankki, 2020. Catalogue of Green Bond Endorsed Projects. Käännös saatavilla <https://www.climatebonds.net/china/catalogue-2020> (vierailtu 11.12.2020).

CBI (2016)

Climate Bonds Initiative, 2017. Green Bonds Highlights 2016. Saatavilla osoitteessa <https://www.climatebonds.net/files/files/2016%20GB%20Market%20Roundup.pdf> (vierailtu 21.2.2021).

CBI (2019)

Climate Bonds Initiative, 2020. Green Bonds: Global State of the Market 2019. Saatavissa osoitteessa <https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bonds-global-state-market-2019> (vierailtu 21.2.2021).

CBI (2021)

Climate Bonds Initiative, 2021. Record \$269.5bn green issuance for 2020: Late surge sees pandemic year pip 2019 total by \$3bn. Saatavilla osoitteessa <https://www.climatebonds.net/2021/01/record-2695bn-green-issuance-2020-late-surge-sees-pandemic-year-pip-2019-total-3bn> (vierailtu 21.2.2021).

#### CICERO (2018)

Center for International Climate Research, 2018. CICERO Milestones 2018: A Practitioner's Perspective on the Green Bond Market. Saatavilla osoitteessa [https://pub.cicero.oslo.no/cicero-xmlui/bitstream/handle/11250/2561603/CICERO%20Milestones\\_September%202018\\_correct.pdf?sequence=8&isAllowed=y](https://pub.cicero.oslo.no/cicero-xmlui/bitstream/handle/11250/2561603/CICERO%20Milestones_September%202018_correct.pdf?sequence=8&isAllowed=y) (vierailtu 16.12.2020).

#### Climate Bonds Standard (2019)

Climate Bonds Initiative, 2019. Climate Bonds Standard, Version 3.0. December 2019. Saatavilla osoitteessa <https://www.climatebonds.net/files/files/climate-bonds-standard-v3-20191210.pdf> (vierailtu 31.1.2021).

#### Climate Bonds Taxonomy (2020)

Climate Bonds Initiative, 2020. Climate Bonds Taxonomy, tammikuu 2020. Saatavilla [https://www.climatebonds.net/files/files/CBI\\_Taxonomy\\_Tables\\_January\\_20.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/CBI_Taxonomy_Tables_January_20.pdf) (vierailtu 11.12.2020).

#### Constitution of the IFRS Foundation

IFRS Foundation, 2020. Constitution. Effective from 1.12.2018. Saatavilla osoitteessa <https://www.ifrs.org/-/media/feature/about-us/legal-and-governance/constitution-docs/ifrs-foundation-constitution-2018.pdf?la=en> (vierailtu 30.12.2020).

#### Dasgupta (2021)

Dasgupta, Partha, 2021. The Economics of Biodiversity: The Dasgupta Review. Saatavilla osoitteessa [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/957291/Dasgupta\\_Review\\_-\\_Full\\_Report.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/957291/Dasgupta_Review_-_Full_Report.pdf) (vierailtu 13.2.2021).

#### Dombrovskis 28.1.2020

Dombrovskis, Valdis, 2020. Remarks by Executive Vice-President Dombrovskis at the Conference on implementing the European Green Deal: Financing the Transition, 28.1.2020. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/speech\\_20\\_139](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/speech_20_139) (vierailtu 21.12.2020).



EIB (2017)

Euroopan investointipankki, 2017. EIB Group 2017 Sustainability Report. Saatavilla osoitteessa [https://www.eib.org/attachments/general/reports/sustainability\\_report\\_2017\\_en.pdf](https://www.eib.org/attachments/general/reports/sustainability_report_2017_en.pdf) (vierailtu 28.12.2020).

EITI-standardi (2019)

The Association for the Extractive Industries Transparency Initiative, 2019. The EITI Standard 2019. Saatavilla osoitteessa <https://eiti.org/document/eiti-standard-2019> (vierailtu 4.12.2020).

Euroopan komissio – TEG (2020)

Euroopan komissio – TEG, 2020. Frequently asked questions about the work of the European Commission and the Technical Expert Group on Sustainable Finance on EU Taxonomy & EU Green Bond Standard. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200610-sustainable-finance-teg-taxonomy-green-bond-standard-faq\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200610-sustainable-finance-teg-taxonomy-green-bond-standard-faq_en.pdf) (vierailtu 31.1.2021).

Extractive Industries Transparency Initiative: Articles of Association

The Association for the Extractive Industries Transparency Initiative. Articles of Association. Saatavilla osoitteessa <https://eiti.org/document/eiti-articles-of-association-2019-2021> (vierailtu 4.12.2020).

Extractive Industries Transparency Initiative: Countries

The Association for the Extractive Industries Transparency Initiative. Countries. Saatavilla osoitteessa <https://eiti.org/countries> (vierailtu 4.12.2020).

The German Federal Ministry of Economic Cooperation and Development (2018)

The German Federal Ministry of Economic Cooperation and Development, 2018. Green Bonds – Ecosystem, Issuance Process and Case Studies. Saatavilla osoitteessa [https://www.bmz.de/en/zentrales\\_downloadarchiv/I4C/list\\_of\\_publications/index.html](https://www.bmz.de/en/zentrales_downloadarchiv/I4C/list_of_publications/index.html) (vierailtu 6.2.2021).

#### GBP (2018)

International Capital Market Association, 2018. Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds. Saatavilla osoitteessa <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf> (vierailtu 7.12.2020).

#### Green Loan Principles (2020)

Loan Market Association, 2020. Green Loan Principles, May 2020. Saatavilla osoitteessa <https://www.lsta.org/content/green-loan-principles/> (vierailtu 30.12.2020)

#### Guidance Handbook (2020)

International Capital Market Association, 2020. Guidance Handbook, April 2020. Saatavilla osoitteessa <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Guidance-Handbook-April-2020-200820.pdf> (vierailtu 8.1.2021).

#### G20 Leaders' Declaration (2013)

Group of 20, 2013. G20 Leaders' Declaration. Pietarin huippukokous 5.–6.9.2013. Saatavilla osoitteessa <http://en.g20russia.ru/documents/> (vierailtu 22.12.2020).

#### Handbook: Harmonized Framework for Impact Reporting (2020)

International Capital Market Association, 2020. Handbook: Harmonized Framework for Impact Reporting 2020. Saatavilla osoitteessa <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/impact-reporting/> (vierailtu 15.12.2020).

#### ICMA (2018)

International Capital Market Association, 2018. GBP SBP Databases and Indices Working Group, Summary of Green – Social - Sustainable Fixed Income Indices Providers. Saatavilla osoitteessa [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2018/2018\\_Green%20and%20Social%20Bond%20Indices%20140618.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2018/2018_Green%20and%20Social%20Bond%20Indices%20140618.pdf) (vierailtu 25.1.2021).

Kuntarahoituksen vihreän rahoituksen viitekehys 21.5.2019

Kuntarahoitus Oyj, 21.5.2019. Vihreän rahoituksen viitekehys. Saatavilla osoitteessa <https://www.kuntarahoitus.fi/app/uploads/2020/01/Vihreän-rahoituksen-viitekehys-21.5.2019.pdf> (vierailtu 12.12.2020).

LGX Eligibility Criteria

Luxembourg Stock Exchange. LGX Eligibility Criteria. Saatavilla osoitteessa <https://www.bourse.lu/displaying-bonds-on-lgx> (vierailtu 25.1.2021).

Nasdaq Sustainable Bond Network Inclusion Criteria

Nasdaq, Inc. Nasdaq Sustainable Bond Network Inclusion Criteria. Saatavilla osoitteessa <https://www.nasdaq.com/docs/2020/04/23/NSBN-Inclusion-Criteria.pdf> (vierailtu 25.1.2021).

Nordic Public Sector Issuers Position Paper on Green Bonds Impact Reporting (2020)

Nordic Public Sector Issuers, 2020. Nordic Public Sector Issuers Position Paper on Green Bonds Impact Reporting. Saatavilla osoitteessa [https://www.kuntarahoitus.fi/app/uploads/sites/2/2020/02/NPSI\\_Position\\_paper\\_2020\\_final.pdf](https://www.kuntarahoitus.fi/app/uploads/sites/2/2020/02/NPSI_Position_paper_2020_final.pdf) (vierailtu 15.12.2020).

ODI (2018)

ODI, 2018. Making finance consistent with climate goals Insights for operationalising Article 2.1c of the UNFCCC Paris Agreement. Saatavilla osoitteessa <https://www.odi.org/publications/11253-making-finance-consistent-climate-goals-insights-operationalising-article-21c-unfccc-paris-agreement> (vierailtu 28.12.2020).

OECD (2017)

OECD, 2017. Green Finance and Investment: Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition. Saatavilla osoitteessa <https://www.oecd.org/env/mobilising-bond-markets-for-a-low-carbon-transition-9789264272323-en.htm> (vierailtu 8.1.2020).

#### Oikeudellinen selvitys yritysvastuulaista (2020)

Ernst & Young Oy, 2020. Oikeudellinen selvitys yritysvastuulaista. Saatavilla osoitteessa <https://tem.fi/documents/1410877/16402203/Oikeudellinen+selvitys+yritysvastuu-laista.pdf/7707bed4-cb57-cb6b-91ab-8344793d2194/Oikeudellinen+selvitys+yritysvastuu-laista.pdf?t=1593519974249> (vierailtu 6.12.2020).

#### Ostotarjouskoodi (2014)

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2014. Ostotarjouskoodi. Saatavilla <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2013/12/ostotarjouskoodiweb.pdf> (vierailtu 20.12.2020).

#### The Paris Green Bonds Statement (2015)

Actiam ym., 2015. The Paris Green Bonds Statement, 9.12.2015. Saatavilla osoitteessa <https://www.climatebonds.net/resources/press-releases/paris-green-bonds-statement> (vierailtu 8.2.2021).

#### SMEs and the environment in the European Union (2010)

PLANET S.A. – Danish Technological Institute, 2010. Main report: SMEs and the environment in the European Union. Saatavilla osoitteessa <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/aa507ab8-1a2a-4bf1-86de-5a60d14a3977#> (vierailtu 13.12.2020).

#### Social Bond Principles (2020)

International Capital Market Association, 2020. Social Bond Principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, June 2020. Saatavilla osoitteessa <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/social-bond-principles-sbp/> (vierailtu 30.12.2020).

#### Study on directors' duties and sustainable corporate governance (2020)

Ernst & Young, 2020. Study on directors' duties and sustainable corporate governance. Saatavilla osoitteessa <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en> (vierailtu 22.2.2021).

#### Study on due diligence requirements through the supply chain (2020)

the British Institute of International and Comparative Law – Civic Consulting and LSE Consulting, 2020. Study on directors' duties and sustainable corporate governance. Saatavilla

osoitteessa <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/8ba0a8fd-4c83-11ea-b8b7-01aa75ed71a1/language-en> (vierailtu 22.2.2021).

#### Sustainability Linked Loan Principles (2020)

Loan Market Association, 2020. Sustainability Linked Loan Principles, May 2020. Saatavilla osoitteessa [https://www.lma.eu.com/application/files/5115/8866/8901/Sustainability\\_Linked\\_Loan\\_Principles\\_V032.pdf](https://www.lma.eu.com/application/files/5115/8866/8901/Sustainability_Linked_Loan_Principles_V032.pdf) (vierailtu 7.2.2021).

#### Sustainability-Linked Bond Principles (2020)

International Capital Market Association, 2020. Sustainability-Linked Bond Principles. Saatavilla osoitteessa <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf> (vierailtu 28.12.2020).

#### Use of IFRS Standards around the world (2018)

IFRS Foundation, 2018. Use of IFRS Standards around the world. Saatavilla osoitteessa <https://cdn.ifrs.org/-/media/feature/around-the-world/adoption/use-of-ifrs-around-the-world-overview-sept-2018.pdf> (vierailtu 30.12.2020).

#### The Global Commission on Economy and Climate (2016)

The Global Commission on Economy and Climate, 2016. The Sustainable Infrastructure Imperative: Financing for Better Growth and Development – The 2016 New Climate Economy Report. Saatavilla osoitteessa [https://newclimateeconomy.report/2016/wp-content/uploads/sites/4/2014/08/NCE\\_2016Report.pdf](https://newclimateeconomy.report/2016/wp-content/uploads/sites/4/2014/08/NCE_2016Report.pdf) (vierailtu 28.12.2020).

#### Valtionkonttori 1.10.2019

Palmén, Sini, 10.10.2019. Miten vastuullisuus näkyy Suomen valtionlainoissa? -Blogikirjoitus. Saatavilla osoitteessa <https://www.valtionvelka.fi/blogi/miten-vastuullisuus-nakyy-suomen-valtionlainoissa/> (vierailtu 5.2.2021).

#### von der Leyen (2020)

von der Leyen, Ursula, 16.9.2020. State of the Union Address 2020. Saatavilla osoitteessa [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/soteu\\_2020\\_multilingual.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/soteu_2020_multilingual.pdf) (vierailtu 18.12.2020).

## LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki (746/2012)
ARC	Tilinpäätöskysymysten sääntelykomitea
ASAF	Accounting Standards Advisory Forum
CBI	Climate Bonds Initiative
CBS	Climate Bonds Standard
DNSH	Ei merkittävää haittaa -periaate (Do no significant harm)
EAPB	European Association of Public Banks
EBA	Euroopan pankkiviranomainen
ECMH	Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi (Efficient Capital Market Hypothesis)
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group
EIOPA	Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen
EITI	Kaivannaisteollisuuden avoimuusaloite (Extractive Industries Transparency Initiative)
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
ESG	Ympäristö, yhteiskunta ja hallintotapa
EU	Euroopan unioni
GBP	ICMA:n vihreitä joukkolainoja koskevat periaatteet (Green Bond Principles)
GIIN	Global Investing Impact Network
GRI	Global Reporting Initiative
HLEG	Kestävää rahoitusta käsittelevä korkean tason asiantuntijaryhmä (High-Level Expert Group on Sustainable Finance)
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
ICMA	International Capital Market Association
IFRS	International Financial Reporting Standards
LGX	Luxembourgin vihreä pörssi (Luxembourg Green Exchange)
LMA	Loan Market Association
NFRD	Muun kuin taloudellisen tiedon direktiivi (Non-Financial Reporting Directive)
OECD	Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö

SDGs	Kestävän kehityksen tavoitteet
SEUT	Euroopan unionista tehdyn sopimuksen konsolidoitu toisinto, EUVL C 326, 26.10.2012, s. 47—200.
TEG	Kestävää rahoitusta käsittelevä tekninen asiantuntijaryhmä (Technical Expert Group on Sustainable Finance)
WACC	Pääoman keskimääräinen kustannus (The weighted average cost of capital)
WWF	World Wildlife Fund
YK	Yhdistyneet kansakunnat

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Aluksi

“There is no more urgent need for acceleration  
than when it comes to the future of our fragile planet.”

Ursula von der Leyen

Kaikkein kiireellisimminkin meidän on nopeutettava toimiamme, kun on kyse haavoittuvan planeettamme tulevaisuudesta – näin julisti Euroopan komission puheenjohtaja *Ursula von der Leyen* Unionin tila -puheessaan syyskuussa 2020.<sup>1</sup> Riski planetaaristen rajojen ylittämisestä on kasvanut ja ilmasto- sekä ympäristöhaasteet, kuten ilmastonmuutoksen hillitseminen ja biodiversiteettikadon ehkäiseminen, ovat edellyttäneet kunnianhimoisempien tavoitteiden asettamista kestävässä talousjärjestelmään siirtymiseksi.<sup>2</sup> Tämän myötä haasteet ovat saaneet yhä enemmän myös lainsäätäjän huomiota Euroopan unionin tasolla. Samoin EU:n COVID-19-pandemiaan vastaavan elvytyspaketin yhtenä pääalueena on vihreä siirtymä.<sup>3</sup>

Siirtymä kestävässä talouteen edellyttää luonnollisesti mittavia investointeja. Euroopassa vallitsee yli 260 miljardin euron vuotuinen investointivaje kestävässä talousjärjestelmän edistämisen saralla.<sup>4</sup> Ratkaisuja investointivajeen kuromiseksi etsitään paraikaa nopealla aikataululla, jotta EU saavuttaisi YK:n kestävässä kehityksen toimintaohjelmaan sekä Pariisin sopimukseen perustuvat ilmasto- ja ympäristöpoliittiset tavoitteensa.<sup>5</sup> Osana Pariisin sopimusta unioni sitoutui torjumaan ilmastonmuutosta kestävässä kehityksen osana entistä tehokkaammin muun muassa varmistamalla, että rahoitusvirrat tukevat ilmastokestävää ja vähän kasvihuonekaasupäästöjä tuottavaa kehitystä (2 artiklan 1 kohdan c alakohta). Yhtenä vastauksena kirjaukseen voidaan pitää kestävässä rahoitusta, joka ei suinkaan rajoitu ilmastorätköykseen vaan kattaa käsitteellisesti kaikki ympäristölliset, yhteiskunnalliset ja hallintotapaan liittyvät (ESG) ulottuvuudet.<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> von der Leyen 2020, s. 9.

<sup>2</sup> Dasgupta 2021, s. 107–108. Sjöfjell ym. 2020, s. 7–8.

<sup>3</sup> Neuvoston asetuksen (EU, Euratom) 2020/2093 resitaali 2. COM(2020) 575 final, s. 1–2 ja 5–7.

<sup>4</sup> Esim. Consultation document: Renewed sustainable finance strategy 2020, s. 3. COM(2019) 640 final, s. 16. COM(2018) 97 final, s. 2.

<sup>5</sup> Ks. Agenda 2030 ja Pariisin sopimus.

<sup>6</sup> Esim. HLEG 2018a, s. 9.



## 1.2 Tutkielman aihe

Tämän tutkielman aiheena ovat vihreät joukkovelkakirjalainat (jäljempänä myös green bond), jotka kuuluvat ESG-tekijöiden piiristä ympäristön alaan. Toisin sanoen tutkielma sijoittuu kestävän rahoituksen piiristä ympäristöllisen kestävyuden alaan ja siten voidaankin puhua tarkemmin vihreästä rahoituksesta. Vihreät joukkovelkakirjalainat voidaan sijoittaa ilmiönä 2010-luvun loppupuolelle, jolloin liikkeeseenlaskijoiden määrä ja monimuotoisuus sekä liikkeeseenlaskujen vuosittainen kokonaisarvo on alkanut selvästi kasvaa.<sup>7</sup>

Yleisesti hyväksytyn määritelmän mukaan vihreät joukkovelkakirjalainat ovat velkasitoumuksia, joiden varat käytetään vihreiden hankkeiden rahoittamiseen tai uudelleenrahoittamiseen.<sup>8</sup> Määritelmä on kuitenkin hyvin avoin, sillä viime kädessä liikkeeseenlaskija tekee itse päätöksen joukkovelkakirjalainan nimeämisestä vihreäksi.<sup>9</sup> Tämän vuoksi keskeistä on se, kuinka vihreys on määritelty. Etenkään aiemmin vihreyden määrittämiseen ei ole ollut selviä standardeja, mikä on altistanut sijoittajat viherpesulle.<sup>10</sup> Liikkeeseenlaskujen määrän kasvun myötä green bond -markkinat ovat kuitenkin institutionalisoituneet ja liikkeeseenlaskijat ovat pyrkineet lujittamaan velkasitoumustensa vihreyttä viittauksilla erilaisiin itsesääntelystandardeihin ja -periaatteisiin.<sup>11</sup> Näistä keskeisimpänä voidaan mainita ICMA:n vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskevat periaatteet, jotka muodostavat vapaaehtoisien, markkinatoimijoiden laatiman itsesääntelykehyksen green bondien liikkeeseenlaskulle sekä CBI:n Climate Bonds Standard -sertifiointijärjestelmä. Nämä standardit ja periaatteet ilmentävät samalla vallitsevaa vihreä-käsitettä. Vaikka esimerkiksi ICMA:n periaatteet ovat vakiinnuttaneet asemansa markkinoilla, eivät ne ole kuitenkaan poistaneet viherpesuun yhdistettyjä ongelmia, jotka nähdään myös esteenä markkinan kasvun jatkumiselle.<sup>12</sup> On huomionarvoista, että valtiot ovat tästä huolimatta toistaiseksi pitkälti pidättäytyneet vihreiden joukkovelkakirjalainojen sääntelystä.<sup>13</sup> Tilanne on kuitenkin muuttumassa EU:ssa

---

<sup>7</sup> Park 2018, s. 14–17. CBI 2019, s. 5 ja 7.

<sup>8</sup> TEG 2019, s. 26. Climate Bonds Standard 2019, s. 8. GBP 2018, s. 2. OECD 2017, s. 23.

<sup>9</sup> Park 2018, s. 12.

<sup>10</sup> Ibid., s. 6–7. Wood – Grace 2011, s. 3–4. Viherpesulla tarkoitetaan yrityksen ympäristökäytänteitä tai tuotteita koskevaa harhaanjohtamista, jossa ympäristön kannalta heikko toiminta yhdistetään positiiviseen ympäristövaikutuksia koskevaan viestintään. Ks. Delmas – Burbano 2011, s. 66–67. Viherpesulla voidaan nähdä pyrittävän saamaan epäoikeudenmukaista kilpailuetua markkinoimalla tuotetta ympäristöystävällisenä, vaikka tosiasiaa perustavanlaatuiset ympäristövaatimukset eivät täyty. Ks. taksonomia-asetus, resitaali 11.

<sup>11</sup> Oma näkökohtansa on, että liikkeeseenlaskijat teettävät usein ulkopuolisen verifikaation joukkovelkakirjalainasta suhteessa näihin standardeihin ja periaatteisiin pitkälti samoista syistä.

<sup>12</sup> Schoenmaker – Schramade 2019, s. 276. Park 2018, s. 43–44 viitteineen.

<sup>13</sup> Park 2020, s. 597.

kestävän rahoituksen lainsäädäntöhankkeiden myötä, kun velkasitoumusten vihreä-käsite on tarkoitus kytkeä yhtenäiseen kestäväen taloudellisen toiminnan luokitusjärjestelmään.<sup>14</sup>

Kestävään rahoitukseen ja liiketoimintaan kohdistuva tutkimus on pohjimmiltaan monitieteistä. Kestävän rahoituksen näkökulmasta luonnontieteet ja teknologinen kehitys määrittävät pitkälti kestäväen rahoituksen tavoiteasettelut. Talous- ja kauppätieteiden piirissä puolestaan on tutkittu tradition mukaisesti ennen kaikkea kestäväen rahoituksen rahoitusvälineiden tuoton ja riskin suhdetta.<sup>15</sup> Tieteiden kirjossa oikeustieteen rooliksi, tai pikemminkin lainsäätäjän tehtäväksi, on jäänyt sellaisten säädösten laatiminen, jotka täytäntöönpanevat omaksuttuja tavoitteita. Oikeustieteen huomio onkin keskittynyt kestäväen rahoituksen sijaan puhtaampiin oikeudellisiin kysymyksiin muun muassa yritystoiminnan tarkoituksesta ja yritysvastuusääntelystä. Kestävän rahoituksen merkitys on kuitenkin myös oikeudellisessa mielessä kasvanut viime vuosina tutkimuksen valokeilan ulkopuolella.<sup>16</sup>

Perinteisesti yritysrahoituksen yksi tärkeimpiä tehtäviä on optimaalisen oman ja vieraan pääoman suhteen määrittäminen.<sup>17</sup> Vieraan pääoman rahoitus on EU:ssa korostuneen pankkikeskeistä – esimerkiksi velkamarkkinoiden koko on alle kolmasosan Yhdysvalloista, jota voidaan pitää taloudelliselta kooltaan vertailukelpoisena.<sup>18</sup> EU onkin pyrkinyt pääomamarkkinaunionin alaan kuuluvilla lainsäädäntöhankkeilla helpottamaan vieraan pääoman hankkimista markkinoilta.<sup>19</sup> Kun verrataan kestäväen rahoituksen rahoitusvälineitä perinteisiin rahoitusvälineisiin, voidaan huomata perustavanlaatuisia eroja niiden käyttötarkoituksessa. Esimerkiksi vihreät ja yhteiskunnalliset joukkovelkakirjalainat on suunniteltu tietyn kestäväen hankkeen rahoittamiseen, kun tavallisesti joukkovelkakirjalainat rahoittavat ja ennen kaikkea suuressa määrin uudelleenrahoittavat koko yritystoimintaa ja taseen vastaavia yleisesti.<sup>20</sup> Kestävyyteen sidottujen joukkovelkakirjalainojen (sustainability-linked bond) ominaisuudet, keskeisimpänä korko, puolestaan vaihtelevat sen mukaan, saavuttaako liikkeesenlaskija kestävyystavoitteensa.<sup>21</sup> Oikeudellisesti kaikkien osalta on kuitenkin kyse

---

<sup>14</sup> EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 35–36.

<sup>15</sup> Esim. Zerbib 2019, Kapraun – Scheins 2019, Baker ym. 2018, Ehlers – Packer 2017.

<sup>16</sup> Myös Park 2020, s. 609–610.

<sup>17</sup> Tällä viitataan yleisesti yrityksen keskimääräisen painotetun pääoman kustannuksen (WACC) minimointiin ja Modigliani-Miller -teoreemaan. Ks. tarkemmin Modigliani – Miller 1958 ja Knüpfer – Puttonen 2018, s. 191–199.

<sup>18</sup> COM(2015) 468 final, s. 3.

<sup>19</sup> Ibid, s. 12–15.

<sup>20</sup> Esim. EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, 12.

<sup>21</sup> Sustainability-Linked Bond Principles 2020, s. 2. TEG 2019, s. 52.

joukkovelkakirjalainoista, ja kuvatut erilaiset rahoitusvälineiden ominaisuudet ovat pohjimmiltaan liikkeeseenlaskijan sitoumuksia velkojille.<sup>22</sup>

Vihreiden joukkovelkakirjalainojen merkittävyyttä kestävä rahoituksen segmenttinä korostaa viime vuosina vahvasti kasvanut markkina. Vaikka vihreiden joukkovelkakirjalainojen markkinasegmenttiä voidaan pitää vielä melko uutena, on markkinakäytäntö toisaalta jo suhteellisen vakiintunut etenkin Euroopassa.<sup>23</sup> Vuonna 2020 globaali yhteenlaskettu liikkeeseenlaskujen määrä oli 269 miljardia Yhdysvaltain dollaria, mikä tarkoitti noin neljän prosentin kasvua vuoteen 2019 verrattuna ja 232 prosentin kasvua viiden vuoden aikavälillä.<sup>24</sup> Kasvun ennustetaan jatkuvan tulevana vuosina ja esimerkiksi Euroopan komissio on ilmoittanut, että COVID-19-pandemiaan vastaavasta 750 miljardin euron Next Generation EU -elvytysvälineestä rahoitetaan 225 miljardia euroa green bondeilla.<sup>25</sup> Toisin sanoen jo nämä liikkeeseenlaskut lähes kaksinkertaistaisivat markkinoiden koon globaalisti. Nopeasta kasvusta huolimatta green bondit ovat muodostaneet toistaiseksi vähäisen, noin kahden prosentin osuuden kaikista vuosittain liikkeeseen laskettujen joukkovelkakirjalainojen määrästä.<sup>26</sup> Osuuden voidaan kuitenkin odottaa kasvavan, mikä rohkaisee myös markkinan oikeudelliseen tarkasteluun siitä näkökulmasta, kuinka kasvua voitaisiin edistää markkinainfrastruktuurin pullonkauloja poistamalla.

Nykyinen markkinakäytäntö perustuu soft law -luontoisille itsesääntelyinstrumenteille. Pohjimmiltaan tällaiset green bond -standardit ja -periaatteet ovat tiedonantoa fasilitoivia arvopaperimarkkinaoikeudellisia sääntelyinstrumentteja.<sup>27</sup> Yleisesti on tunnustettu, että standardoinnilla voidaan kasvattaa kestäviin kohteisiin suuntautuvien pääomien määrää ja parantaa markkinoiden likviditeettiä.<sup>28</sup> Oikeudelliselta velvoittavuudeltaan heikot soft law -instrumentit jättävät kuitenkin markkinatoimijoille paljon liikkumavaraa, joka voi osaltaan johtaa lieveilmiöihin markkinoilla, kuten viherpesuun. Tämän vuoksi esimerkiksi EU:n piirissä on nähty tarve lakisääteisen standardin säätämiseksi oikeusvarmuuden parantamiseksi.<sup>29</sup>

---

<sup>22</sup> EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 12.

<sup>23</sup> Ensimmäisen vihreän joukkovelkakirjalainan, määrältään 600 miljoonaa euroa, laski liikkeeseen Euroopan investointipankki vuonna 2007. EIB 2017, s. 30. Markkinakäytäntö on vakiintunut ennen kaikkea vuodesta 2014 lähtien, jolloin vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskevat periaatteet julkaistiin ensimmäisen kerran. TEG 2019, s. 16.

<sup>24</sup> COVID-19-pandemia vaikuttaa hidastaneen markkinan kasvua. Ks. CBI 2021, CBI 2019 ja CBI 2016n.

<sup>25</sup> von der Leyen 2020, s. 11.

<sup>26</sup> TEG 2019, s. 17.

<sup>27</sup> ODI 2018, s. 21–22.

<sup>28</sup> The Global Commission on Economy and Climate 2016, s. 51–53.

<sup>29</sup> TEG 2019, s. 21–23 ja 54.

Toisaalta kriittisiäkin äänenpainoja on esitetty sekä standardin että yleisemmin vihreiden joukkovelkakirjalainojen osalta. Esimerkiksi *Bongaerts* ja *Schoenmaker* tuovat esiin, että green bondeja käytetään etupäässä uudelleenrahoitusvälineinä, liikkeeseenlaskijoilla on vähäiset taloudelliset insentiivit ja informaatio rahoitetuista hankkeista on vajavaista.<sup>30</sup> Käytännössä kirjoittajat kyseenalaistavat, voidaanko vihreitä joukkovelkakirjalainoja ylipäättään pitää reaalitalouden vihreän siirtymän kannalta tarkoituksenmukaisina. Nähdäkseni mainittujen seikkojen voidaan katsoa osin myös indikoivan, ettei green bond -markkina ole toistaiseksi tehokas. Joka tapauksessa, riippumatta suhtautumisesta vihreisiin joukkovelkakirjalainoihin, aika vaikuttaisi olevan kypsä kasvaneeseen markkinaan ja itse rahoitusvälineeseen kohdistuville lainsäätäjän kannanotoille.

Lähtölaukauksena viimeaikaisille ja tuleville kestävän rahoituksen lainsäädäntöhankkeille EU:ssa voidaan pitää Euroopan komission vuoden 2018 kestävän kasvun rahoitusta koskevaa toimintasuunnitelmaa, jonka yksi keskeinen tavoite on ohjata pääomavirtoja kestäviin investointeihin ja sijoituksiin.<sup>31</sup> Tavoitteen saavuttamiseksi toimintasuunnitelmassa korostetaan kestävän toiminnan yhtenäisen luokitusjärjestelmän ja tähän kestävyysluokitusjärjestelmään perustuvien EU:n standardien, erityisesti vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskien, tärkeyttä.<sup>32</sup> Näiden kahden toimen toteuttamiseksi Euroopan komissio asetti toimintasuunnitelman jälkeen teknisen asiantuntijaryhmän (TEG) avustamaan hankkeiden valmistelussa.<sup>33</sup> Luokitusjärjestelmän perustana oleva taksonomia-asetus on hyväksytty kesällä 2020 ja luokitusjärjestelmän soveltamisen on tarkoitus alkaa porrastetusti vuoden 2023 alkuun mennessä. Vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskevan EU-standardin (jäljempänä myös EU green bond -standardi) osalta TEG on antanut loppuraporttinsa kesäkuussa 2019 ja päivittänyt ehdotustaan standardiksi maaliskuussa 2020.<sup>34</sup> Euroopan komissio on järjestänyt ehdotuksesta konsultaation alkusyksyllä 2020 ja komission odotetaan ottavan kantaa EU green bond -standardin edistämiseen todennäköisesti seuraavaksi uudistetun kestävän rahoituksen

---

<sup>30</sup> Bongaerts – Schoenmaker 2020, s. 2 ja 4–7.

<sup>31</sup> COM(2018) 97 final, s. 2. Toimintasuunnitelma perustuu Euroopan komission vuonna 2016 asettaman kestävää rahoitusta käsittelevän korkean tason asiantuntijaryhmän (HLEG) loppuraportille, jossa HLEG esittää suosituksia kestävän rahoituksen edistämiseksi. Ks. HLEG 2018a. Tarkemmin kestävän rahoituksen lainsäädäntöhankkeiden kehityksestä EU:n piirissä vuosina 2015–2019 on kirjoittanut esim. *Trippel*. Ks. Trippel 2020.

<sup>32</sup> COM(2018) 97, s. 4–5. HLEG suositti vastaavia aloitteita raportissaan. Ks. HLEG 2018a, s. 15–19 ja 30–34.

<sup>33</sup> COM(2018) 97, s. 4–5.

<sup>34</sup> Ks. TEG 2019 ja EU Green Bond Standard Usability Guide 2020.

strategian julkaisun yhteydessä vuoden 2021 ensimmäisen vuosineljänneksen aikana. Komission säädösehdotus on suunniteltu annettavaksi kesäkuun 2021 loppuun mennessä.<sup>35</sup>

Kestävän toiminnan luokitusjärjestelmän ja EU green bond -standardin ohella Euroopan komissio valmistelee useita muitakin kestävän rahoituksen hankkeita. Näistä hankkeista tutkielmassa tullaan sivuamaan niin sanottua tiedonantovelvoiteasetusta ja muuhun kuin taloudelliseen tietoon kohdistuvaa sääntelyä vihreiden joukkovelkakirjalainojen näkökulmasta. Viime kädessä onkin pidettävä mielessä, että kestävän rahoituksen hankkeet muodostavat kokonaisuuden, jolla ympäristö- ja ilmastopoliittisten tavoitteiden saavuttamiseen pyritään. Näin ollen yhden hankkeen tarkastelun perusteella ei voida tehdä lopullisia johtopäätöksiä koko sääntelyekosysteemin menestyksestä.

### **1.3 Tutkimuskysymykset ja tutkielman tavoitteet**

Tutkielmassa tutkitaan vihreiden joukkovelkakirjalainojen sääntelyä erityisesti Euroopan komission valmistelussa olevan EU green bond -standardin valossa. Itsesääntelystä siirtymisen EU-tasoiseen lakiperusteiseen standardiin luo mielenkiintoisen asetelman tarkastella oikeudellisesti itse sääntelyinstrumenttia sekä sen vaikutuksia markkinatoimijoihin. Suuressa kuvassa tutkimuskysymyksenä on selvittää, millainen sääntelyinstrumentti EU green bond -standardi on. Tutkimuskysymys rajataan tämän tutkielman puitteissa nelijakoisesti seuraaviin teemoihin:

- 1) Kuinka EU green bond -standardi suhteutuu nykyiseen EU:n arvopaperimarkkinalainsäädäntöön?
- 2) Kuinka vahva sääntelyinstrumentti EU-standardi on?
- 3) Millainen on standardin aineellisoikeudellinen sisältö ja muuttaako standardi vallitsevaa oikeustilaa ja markkinoita?
- 4) Kuinka EU green bond -standardi vaikuttaa markkinatoimijoihin?

Tutkielman ydin on EU green bond -standardin erittelyssä niin sääntelyinstrumenttina kuin sisällöllisesti siltä osin, kuin standardi sisältää oikeustilaa tai markkinoita muuttavia normeja. Tutkimusaiheen taustalla on hypoteettinen oletus siitä, että standardi tulisi ohjaamaan erityisesti yksityisiä varoja kestäviin investointi- ja sijoituskohteisiin. Tämä lähtökohta on

---

<sup>35</sup> COM(2020) 690 final, liite 1, s. 3.

perusteltu Euroopan komission vuoden 2018 kestävän rahoituksen toimintasuunnitelman tavoiteasetteluiden valossa.<sup>36</sup>

#### 1.4 Tutkimusmenetelmät ja lähteaineisto

Tutkielma on pääasiallisesti arvopaperimarkkinaoikeudellinen, vaikkakin liitynnät kestäväan rahoitukseen ja ylipäättään kestäväan liiketoimintaan lävistävät perinteisen oikeudenalajaottelun. Tältä osin tutkielma on kiinteässä vuorovaikutuksessa etenkin yhteisöoikeuden kanssa, jonka saralla kestävyteen liittyvät teemat ovat nousseet vahvasti ajankohtaiseen keskusteluun viime aikoina niin kansallisesti kuin EU-tasolla.<sup>37</sup> Tutkimus on perimmäiseltä luonteeltaan oikeusdogmaattinen eli lainopillinen. Tutkimuksen kohdistuessa EU-oikeuteen ja arvopaperimarkkinaoikeudellisiin normeihin, on tutkimuksen metodikäsitystä kuitenkin täsmennettävä kitkan välttämiseksi suhteessa perinteiseen lainopilliseen tutkimukseen. Yhtä lailla metodia on täsmennettävä tutkimuksessa oikeustaloustieteelle annettavan merkityksen vuoksi.

Oikeusdogmaattisen tutkimuksen kohteena on voimassa olevan oikeuden sisältö, jota selvitetään tulkinnalla ja systematisoinnilla.<sup>38</sup> Ymmärrän tämän oikeusdogmatiikan tehtävän ensinnäkin siten, että oikeussääntöjen ominaisuuksista ja niiden keskinäisistä suhteista on tutkimuksessa muodostettava kokonaisuus. Toisaalta kyse on systematisoinnilla paikannettujen oikeussääntöjen sisällön selvittämisestä. Tulkintatehtävän toteuttaminen perustuu tutkimuksen oikeuslähdemateriaaliin, joka on suomalaisessa oikeustieteen tutkimustraditiossa perinteisesti jaettu *Aarnion* tapaan vahvasti velvoittaviin, heikosti velvoittaviin ja sallittuihin oikeuslähteisiin.<sup>39</sup>

*Siltala* on kritisoinut perinteistä oikeuslähdeoppia sen staattisuudesta ja katsonut, että oikeuslähteiden painoarvon tulisi olla dynaaminen ennalta määritetyn hierarkkisuuden sijasta. Näin voitaisiin tilannekohtaisesti ottaa paremmin huomioon oikeusperiaatteet ja muut

---

<sup>36</sup> COM(2018) 97, s. 4–6.

<sup>37</sup> Ks. mm. Study on directors' duties and sustainable corporate governance 2020, Study on due diligence requirements through the supply chain 2020 ja Oikeudellinen selvitys yritysvastuulaista 2020. Ylipäättään oikeudellinen konvergenssi arvopaperimarkkina- ja yhteisöoikeuden välillä on vahvaa eikä oikeudenalojen puhdasta erottelua voida nähdäkseni tehdä.

<sup>38</sup> Aarnio 1978, s. 52 ja Aarnio 1989, s. 47–48. Siltala 2003, s. 137–141. Aarnion mukaan tulkinta ja systematisointi ovat vuorovaikutussuhteessa keskenään: systematisointi määrittää kysymykset, joita voidaan esittää, muttei yksittäisten oikeussääntöjen tulkintaa. Ks. Aarnio 1978, s. 92–95.

<sup>39</sup> Aarnio 1989, 220–247.

vastaavat muodollisesti oikeussääntöjä heikommat perusteet oikeussääntöjen rinnalla.<sup>40</sup> Problematiikka liittyy myös siihen, ettei Aarnion oikeuslähdehierarkia sisällä EU-lainsäädäntöä eikä Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisuja.<sup>41</sup> Viimeaikaisessa keskustelussa *Karhu* on korostanut nykypäivän oikeuslähdeopin oikeudellista pluralismia, jolla hän tarkoittaa muun kuin oikeudellisen, esimerkiksi arvopohjaisen, kulttuurisen ja yhteiskunnallisen lähdeaineiston aiempaa laajempaa oikeuslähdearvoa sallittuna oikeuslähteinä.<sup>42</sup> *Wilhelmsson* on puolestaan todennut oikeuslähdeopin painotusten olevan eri oikeudenaloilla erilaisia ja alleviivannut oikeuslähteiden avointa ja johdonmukaista käyttöä.<sup>43</sup> *Wilhelmssonin* havainnot oikeudellisen argumentaation monimuotoisuudesta ja tilannesidonnaisuudesta verrattuna perinteisen oikeuslähdeopin hierarkkisuuteen ovat nähdäkseni linjassa Siltalan esittämien päälinjojen kanssa.<sup>44</sup> Tutkielman aiheen EU-oikeudellisesta kontekstista ja vahvasta kytköksestä arvopaperimarkkinoiden toimintalogiikkaan johtuen on perusteltua soveltaa dynaamista oikeuslähdeoppia edellä esitetyt kehityssuunnat huomioiden. Lähdeaineistona painoarvoa annetaan erityisesti EU-oikeudelliselle valmisteluaineistolle, itse- ja yhteis-sääntelynormistoille sekä kirjallisuuden kannanotoille. Oikeuslähdeopillisten täsmennysten myötä myös taloustieteelliset perustelut voidaan huomioida tarkoituksenmukaisesti puhtaan lainopillisten kannanottojen ohella tai jopa niihin nähden ensisijaisina.<sup>45</sup>

Oikeusdogmaattisen tutkimuksen suuntautuessa olemassa olevaan oikeuteen, on huomattava, että käsillä olevalla tutkielmalla on tulevaisuuteen suuntautunut ulottuvuus. EU green bond -standardi voi nimittäin vielä muuttua Euroopan komission jatkovalmistelussa merkittävästikin konsultaatiokierroksella esitettyjen lausuntojen johdosta ennen komission lainsäädäntöehdotusta ja edelleen sen hyväksymistä. Metodiikan kannalta tutkimuksen tulevaisuuteen suuntautunut ulottuvuus, samoin kuin paradigman muutos markkinatoimijoiden itesääntelystä lakitasoiseen sääntelyyn, edellyttää nähdäkseni erityistä lainsäädäntöehdotuksen arviointia.<sup>46</sup> Tämä tarkoittaa muun muassa paneutumista TEG:n komissiolle

---

<sup>40</sup> Siltala 2003, s. 201–203. Karhun mukaan oikeuslähdeoppia arvioitaessa on tärkeää, että EU-oikeus nähdään osana Suomen oikeutta eikä jonkinlaisena ulkoisena oikeutena. Ks. Karhu 2020, s. 1024.

<sup>41</sup> *van Gestel* ja *Micklitz* kuvaavat oikeuslähteiden pluralismin johtaneen siihen, että hierarkkisen lähestymistavan merkitys on vähentynyt oikeussääntöjen tulkinnassa. Ks. *Van Gestel – Micklitz* 2014, s. 311–312. Tarkemmin EU-oikeuden painoarvosta dynaamisen oikeuslähdeopin näkökulmasta Siltala 2003, s. 320–232.

<sup>42</sup> Karhu 2020, s. 1028–1029 ja 1032.

<sup>43</sup> *Wilhelmsson* 2020, s. 1172 ja 1193.

<sup>44</sup> *Ibid.*, s. 1184.

<sup>45</sup> Mähönen 2004, s. 64.

<sup>46</sup> *van Gestel – Micklitz* 2014, s. 314.

valmisteleman ehdotuksen taustalla vaikuttaviin syihin ja perusteluihin. Edellä sanottu huomioiden tutkimuksella voidaan näin myös paikantaa *de lege ferenda* -luontoisia kannanottoja.

EU-oikeutta tutkittaessa on syytä kiinnittää huomiota kontekstiin, jossa normit on annettu samoin kuin normiston tavoitteisiin osana säädöskokonaisuutta ja EU-oikeutta kokonaisuudessaan.<sup>47</sup> Tällainen normien tulkinta sijoittuu lähelle teleologista tulkintaa, joka tavoittelee normiston päämäärän ja tarkoituksen toteuttamista.<sup>48</sup> Teleologinen tulkintakonteksti viittaa ensinnäkin yhteensopivuuteen tulkittavan normiston tavoitteiden kanssa ja toisaalta siihen, saavutetaanko tulkinnalla se tavoite, johon sillä pyritään.<sup>49</sup> Mahdollisista tulkintavaihtoehdoista on valittava se, joka toteuttaa sääntelyn tarkoituksen tehokkaimmin (*effect utile*).<sup>50</sup> Esitettyjä näkökohtia voidaan pitää tutkimusmetodin kannalta merkityksellisinä myös siitä lähtökohdasta, että EU:n arvopaperimarkkinaoikeudelliset normit annetaan niin sanotun Lamfalussy-prosessin mukaisesti, jolloin ne voivat sijoittua muodolliselta ja tosiasialliselta velvoittavuudeltaan erilaisiin säädöksiin.<sup>51</sup>

Oikeusdogmaattista tutkimusmenetelmää täydennetään tutkielmassa myös oikeustaloustieteellisellä tarkastelulla, jota voidaan pitää keskeisenä lähestymistapana EU-oikeudelliseen tutkimukseen.<sup>52</sup> Oikeustaloustieteen ominaispiirteenä on nähty oikeudellisen sääntelyn tarkoituksenmukaisuuden ja kehittämistarpeiden tarkastelu taloustieteen keinoin.<sup>53</sup> Oikeustieteen piirissä taloustieteen merkitys on kasvanut huomattavasti 2000-luvulla, kun kriittisestä lainopista ja *de lege ferenda* -analyysistä on siirrytty painottamaan taloustiedettä tulkintaa ohjaavina kannanottoina.<sup>54</sup> Näin toimitaan myös tässä tutkimuksessa – taloustieteeseen nojaavaa tarkastelua voidaan pitää perusteltuna arvopaperimarkkinaoikeudessa, joka

---

<sup>47</sup> Raitio kutsuu tätä kontekstuaalis-systeemiseksi tulkinnaksi. Ks. Raitio 2014, s. 532.

<sup>48</sup> Raitio 2005, s. 278.

<sup>49</sup> Raitio 2014, s. 540.

<sup>50</sup> Jääskinen 2007, s. 384.

<sup>51</sup> Ks. Lamfalussy-prosessista tarkemmin luku 2.1.

<sup>52</sup> Raitio – Tuominen 2020, s. 198.

<sup>53</sup> Mähönen 2015, s. 982–983. Tältä osin voidaan todeta, että perinteisessä aarniolaisessa oikeuslähdeopissa taloustieteen rooliksi jää lähinnä reaalin argumentaatio sallittuna oikeuslähteenä. Ks. Timonen 1996, s. 145–149 ja 159 sekä Mähönen 2004, s. 49.

<sup>54</sup> Mähönen 2004, s. 53. Esimerkiksi Collin, Marjosola ja Ilmonen ovat tuoreissa Helsingin yliopiston oikeustieteellisessä tiedekunnassa hyväksytyissä yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisissa väitöskirjoissaan täydentäneet oikeusdogmaattista tutkimusmetodia hyödyntämällä taloustiedettä. Ks. Collin 2020, s. 10–12 ja 18–22, Marjosola 2017, s. 25–26 ja Ilmonen 2016, s. 28–35.



muodostaa selvän oikeuden ja talouden risteyskohdan. Tältä osin tutkielmassa hyödynnetään muun muassa modernia rahoitusteoriaa ja ennen kaikkea tehokkaiden markkinoiden hypoteesia.

Tutkielman lähdeaineiston muodostavat suuressa määrin virallislähteet ja kirjallisuus, joita tarkastellaan suomalaisesta perspektiivistä. Keskeisinä lähteinä voidaan tässä yhteydessä tuoda esiin EU:n kestävän rahoituksen lainsäädäntöhankkeisiin liittyvä virallisaineisto ja niitä koskevat tiedeyhteisön kannanotot.<sup>55</sup> Tutkielman aiheen uutuuden vuoksi lähdeaineistoa tarkastellaan laajahkosti arvopaperimarkkina- ja yhteisöoikeuden alalta. Tällä tavoin pyritään toisaalta asettamaan vihreät joukkovelkakirjalainat sääntelylliseen kontekstiinsa ja toisaalta johtamaan analogisia tulkintakannanottoja.

### **1.5 Tutkimuksen rajaukset**

Tutkielmassa tarkastellaan EU green bond -standardia sille asetettujen tavoitteiden näkökulmasta. Tältä osin kuitenkin kysymys siitä, onko standardin taksonomia-asetukseen perustuva vihreä-käsite riittävä ilmasto- ja ympäristöpoliittisten tavoitteiden saavuttamiseksi, rajataan tutkimuksen ulkopuolelle. Kysymykseen vastaaminen edellyttäisi kattavaa monitieteellisteknistä tarkastelua, johon ei ole mahdollisuutta tämän tutkielman kontekstissa. Rajauksen johdosta taksonomia-asetuksen mukaisen vihreyden oletetaan olevan riittävää.

Tutkielman kohdistuessa vihreisiin joukkovelkakirjoihin ja EU-standardiin rajataan tarkastelun ulkopuolelle tiettyjä standardiin linkittyviä, sinänsä kiinnostavia, kysymyksiä. Ensinnäkin tutkielman ulkopuolelle jää esiteasetuksen tarkastelu green bondien ja ylipäätään kestävyyden näkökulmasta.<sup>56</sup> Toisekseen, tutkielmassa ei tarkastella yksityiskohtaisesti vihreiden joukkovelkakirjalainojen verifiointiin kohdistuvaa sääntelytarvetta.<sup>57</sup> Kolmanneksi tutkielmassa painotetaan yritysten liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjalainoja, vaikka myöskin julkisyhteisöjen liikkeeseenlaskuihin voidaan viitata vertailuluontoisesti.

---

<sup>55</sup> Jääskinen huomauttaa EU:n sekundaarioikeuden osalta, että lainsäätäjän tarkoituksen tulkinnassa on syytä kiinnittää ensisijaisesti huomiota säädösten johdanto-osaan, sillä esitöiden tulkinnallista merkitystä rajoittaa EU-lainsäädäntöprosessin luonne toimielinten ja jäsenvaltioiden välisenä neuvotteluna. Ks. Jääskinen 2007, s. 383–384.

<sup>56</sup> Esimerkiksi *Sjåffell ym.* ovat esittäneet, että ESMA:n ohjeistuksiin olisi syytä ottaa selvät vaatimukset siitä, kuinka kestävyysriskeistä on annettava tietoa esitteessä. Ks. *Sjåffell ym.* 2020, s. 82–84.

<sup>57</sup> Esim. TEG 2019, s. 32–43.

Lisäksi on huomioitava, ettei kestävä tai vihreä rahoitus pelkisty vihreisiin joukkovelkakirjalainoihin. Nähdäkseni tutkielmasta voidaankin johtaa analogisesti kantavia periaatteita laajemminkin kestäviin rahoitusvälineisiin, vaikka näiden yksityiskohtainen tarkastelu rajataan tutkielman ulkopuolelle. Kestävän rahoituksen kasvattaessa merkitystään voi myös muihin sen alaan kuuluviin rahoitusvälineisiin kohdistua vihreitä joukkovelkakirjalainoja vastaavalla tavalla lakisääteistä yhdenmukaistamista.<sup>58</sup>

## **1.6 Tutkielman rakenne**

Tutkielma jakautuu viiteen pääluvukseen. Johdannon jälkeen toisessa pääluvussa tarkastellaan standardeja osana EU:n arvopaperimarkkina- ja yhteisöoikeudellista sääntelyä. Huomio kohdistetaan erityisesti siihen, kuinka erilaisia standardeja on implementoitu EU-oikeuteen ja kuinka EU green bond -standardi peilautuisi suhteessa olemassa oleviin sääntelyinstrumentteihin. Kolmannessa pääluvussa arvioidaan EU green bond -standardin sisältöä, missä painoarvoa annetaan nykyisestä markkinakäytännöstä etenkin ICMA:n periaatteista ja taksonomia-asetuksesta johdettaville vertailukohdille.

Neljännessä pääluvussa siirrytään tarkastelemaan EU-standardin vaikutuksia markkinatoimijoihin. Tältä osin kiinnitetään huomiota ennen kaikkea liikkeeseenlaskijoihin ja sijoittajiin, joiden ohella tuodaan esiin erityistapauksina valtioihin ja rahoituslaitoksiin liittyviä näkökohtia. Tutkielman lopuksi viidennessä pääluvussa esitetään tutkimuksen johtopäätökset.

---

<sup>58</sup> Esim. EU green bond -standardia koskeneessa Euroopan komission kohdennetussa konsultaatiossa pyydettiin lausuntoja myös yhteiskunnallisten joukkovelkakirjalainojen osalta. Ks. Consultation document: Establishment of an EU green bond standard 2020, s. 4 ja 12.

## 2 STANDARDIT OSANA EU:N ARVOPAPERIMARKKINAOIKEUDELLISTA SÄÄNTELYÄ

### 2.1 Lamfalussy-prosessi: norminanto hierarkkisessa sääntelyjärjestelmässä

Arvopaperimarkkinaoikeuden sääntelystrategioiden voidaan nähdä perustuneen tyypillisesti velvoitesääntelylle (command and control) ja informaatio-ohjaukselle.<sup>59</sup> Velvoitesääntelylle on luonteenomaista verrattain selvien normien asettaminen sekä niiden rikkomisesta sanktioiminen, kun taas informaatio-ohjaus puuttuu hyvin vähäisissä määrin itse sääntelyn kohteen toimintaan edellyttäen esimerkiksi vain informaation tuottamista.<sup>60</sup> Informaatio-ohjauksen piiriin voidaan lukea lisäksi laaja määrä erilaisia ohjeita ja suosituksia sekä muita soft law -sääntelyinstrumentteja.<sup>61</sup> Nähdäkseni selvää on, että nämä sääntelystrategiat ovat etenkin arvopaperimarkkinoiden kontekstissa toisiaan täydentäviä sääntelytyyppejä.<sup>62</sup> Perinteistä normikeskeistä velvoitesääntelyä on kritisoitu soveltumattomaksi monimutkaisessa ja nopeasti muuttuvassa ympäristössä, kuten arvopaperimarkkinoilla.<sup>63</sup> EU-lainsäätäjän suhtautumista muihin sääntelystrategioihin voidaan kuitenkin pitää siinä mielessä konservatiivisena, että esimerkiksi finanssikriisin seurauksena lainsäädännön näkökulmasta on havaittavissa lähinnä paradigman muutos direktiivien antamisesta asetuksiin. Käytännössä tämä on osaltaan kasvattanut maksimiharmonisoinnin määrää ja näin jäsenvaltioiden liikkumavaraa kaventamalla tosiasiallisesti lisännyt EU-lainsäädännön velvoittavuutta.<sup>64</sup> Oikeuskirjallisuuden suhtautuminen sääntelyyn ei näytä finanssikriisin seurauksena kuitenkaan muuttuneen, sillä periaatelähtöisen sääntelyn ja soft law -sääntelyinstrumenttien etuja on yhä peräänkuulutettu.<sup>65</sup> Periaatelähtöinen sääntely ja soft law -sääntelyinstrumentit ovat kuitenkin omiaan johtamaan velvoitesääntelyn ja informaatio-ohjauksen rajanvedon hämärtymiseen, sillä yksityiskohtaisten normien laatiminen jää viranomaisien, markkinatoimijoiden ja muiden sidosryhmien tehtäväksi.<sup>66</sup>

Erilaisten sääntelyinstrumenttien tarkastelemiseksi on EU:n piirissä kiinnitettävä huomiota niin sanottuun Lamfalussy-prosessiin, jolla tarkoitetaan sääntelyjärjestelmää, johon

---

<sup>59</sup> Veil 2017a, s. 28.

<sup>60</sup> Baldwin ym. 2012, s. 106–107 ja 119–121. Keinänen – Vartiainen 2017, s. 2–3.

<sup>61</sup> Tala 2012, s. 44.

<sup>62</sup> Ks. myös Baldwin ym. 2012, s. 121.

<sup>63</sup> Esim. Marjosola 2014, s. 342 ja Ford 2010, s. 5.

<sup>64</sup> Walla 2017, s. 53–57. Paradigman muutosta selittää myös pääomamarkkinaunionin luomista koskevassa toimintasuunnitelmassa omaksuttu kokonaisvaltainen tavoite yhdyntyneemmistä EU:n pääomamarkkinoista. Ks. COM(2015) 468 final.

<sup>65</sup> Moloney 2014, s. 856–857. Marjosola 2014, s. 360. Ford 2010, s. 5–6.

<sup>66</sup> Ford 2010, s. 5.

rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden sääntely EU:ssa perustuu. Käsite juontaa juurensa vuoteen 2001, jolloin niin sanotun Lamfalussy-raportin pohjalta luotiin neljälle eri hierarkkiselle tasolle perustuva sääntelyjärjestelmä.<sup>67</sup> Uudistuksen tavoitteena oli ennen kaikkea nopeuttaa lainsäädäntömenettelyä sekä yhdenmukaistaa lainsäädännön tulkintaa ja soveltamista jäsenvaltioissa.<sup>68</sup> Prosessia on sittemmin muutettu merkittävästi Lissabonin sopimuksen hyväksymisen ja finanssikriisin myötä.<sup>69</sup> Tältä osin suurimmat muutokset kohdistuivat de Larosièr -raportin mukaisesti kolmannen tason uudistuksiin – tarkemmin ottaen ehdotukseen Euroopan finanssivalvontajärjestelmän perustamisesta sekä kolmannen tason komiteoiden korvaamisesta itsenäisillä Euroopan valvontaviranomaisilla<sup>70</sup> ja niille säädetyistä uusista toimivaltuuksista.<sup>71</sup> Nykytilassaan Lamfalussy-prosessi voidaan jäsentää seuraavasti:

1. taso: tavallisessa lainsäätämisyjärjestyksessä (SEUT 294) annettu puitelainsäädäntö eli direktiivit ja asetukset, joilla vahvistetaan pääperiaatteet ja toimeenpanovalta.
2. taso: Euroopan komission vahvistamat täytäntöönpanoa koskevat yksityiskohdat.
3. taso: valvontaviranomaisten ei-sitovat ohjeet ja suositukset.
4. taso: Euroopan komission ja valvontaviranomaisten valvonta- ja sanktiotoimenpiteet suhteessa jäsenvaltioihin EU:n lainsäädännön implementoinnin saralla.

Lamfalussy-prosessin hahmottaminen arvopaperimarkkinaoikeudellisen norminannon perustana on tärkeää sen selvittämiseksi, mikä on EU-lainsäädäntöön implementoitujen standardien vahvuus. Sääntelyjärjestelmän tunteminen mahdollistaa standardien tarkastelun osana annettua säädöskokonaisuutta. Sen sijaan tarkastelussa tulee välttää johtopäätösten tekemistä standardien muodollisen velvoittavuuden perusteella ja tarkastella niiden tosiasialista velvoittavuutta. Jäljempänä luvussa 2.3 tulen tarkastelemaan EU-oikeuteen implementoituja standardeja sen osoittamiseksi, mikä merkitys standardien sijoittumiselle Lamfalussy-prosessin eri tasoille on annettava. Tällä tavoin voidaan lopulta tarkastella EU green bond -standardin luonnetta oikeudellisena sääntelyinstrumenttina.

---

<sup>67</sup> Lamfalussy-raportti 2001, s. 6 ja 22–40. Esim. *Manninen* on tarkastellut lähemmin Lamfalussy-raportin nelitasoista lähestymistapaa rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn. Ks. *Manninen* 2003.

<sup>68</sup> Veil 2017b, s. 8–9.

<sup>69</sup> Esim. *Walla* kutsuu alkuperäisestä muutettua prosessia Lamfalussy II -prosessiksi. Ks. *Walla* 2017, s. 44. Ks. muutoksista esim. *Häyrynen – Kajala* 2013, s. 24–25.

<sup>70</sup> Euroopan valvontaviranomaisilla tarkoitetaan Euroopan pankkiviranomaista (EBA), Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaista (EIOPA) ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaista (ESMA), jota voidaan pitää tutkielman kontekstissa näistä tärkeimpänä.

<sup>71</sup> COM(2009) 252 final, s. 9 ja 15–16. de Larosièr -raportti 2009, s. 42–48. Ks. myös *Almer* 2010, s. 4–8.

## 2.2 Standardien asema arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyssä

Ennen standardien tarkastelua on aluksi syytä esittää tiettyjä käsitteellisiä huomiota, sillä standardeille ei ole olemassa yksiselitteistä määritelmää puhumattakaan legaalimääritelmästä. Standardeilla voidaan nimittäin viitata muun muassa ohjeistuksiin, suosituksiin, vaikiintuneeseen markkinakäytäntöön tai toimialan piirissä laadittuun itsesääntelyyn. Laajasti ymmärrettynä standardien kirjo onkin oikeudellisesta näkökulmasta suuri ja standardit voivat olla muodollisia tai epämuodollisia, vahvoja tai heikkoja ja yksityiskohtaisia tai periaatteellisia. Tässä tutkielmassa standardeja tutkitaan sääntelyinstrumentteina, mistä johtuen standardilla tarkoitetaan jatkossa sellaista vapaaehtoista tai pakottavaa normikokonaisuutta, joka määrittää vaatimukset jollekin toiminnalle tai tuotteelle.<sup>72</sup>

*Marjosola* hahmottaa arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyssä kaksi pääasiallista haastetta: 1) rajanvedon säännellyn ja sääntelemättömän tai kevyemmin säännellyn markkinan välillä, ja 2) pääoman vapaasta liikkuvuudesta johtuvat eroavuudet oikeusjärjestelmien ja markkinoiden välillä. Tässä tutkielmassa kysymykset suhteessa ensimmäiseksi mainittuun haasteeseen ovat tutkimuksen keskiössä. Edelleen *Marjosola* toteaa, että problematiikassa on pohjimmiltaan kyse siitä, mikä taho markkinoita sääntelee ja kuinka.<sup>73</sup> Tähän kysymykseen liittyy vahvasti seuraavassa käsiteltävä kysymys standardien legitimitetistä.

Rahoitusmarkkinoilla kansainvälisten standardien laadinta yhdistetään perinteisesti julkisiin ja puolijulkisiin toimijoihin, jotka voivat olla esimerkiksi ylikansallisia organisaatioita tai viranomaisverkostoja.<sup>74</sup> Arvopaperimarkkinaoikeudessa yksityinen sääntely on kuitenkin kasvattanut merkitystään näiden rinnalla, kun standardien laadinta on enenevässä määrin siirtynyt yksityisille tahoille, kuten toimialajärjestöille.<sup>75</sup> Etenkin kestävyys saralla myös kansalaisjärjestöt ovat olleet aktiivisia standardien laadinnassa ja niihin vaikuttamisessa. Yksityiset standardit liittyvät tyypillisesti arvopaperimarkkinaoikeuden suhteellisen rajattuihin erityiskysymyksiin, kun julkiset ja puolijulkiset standardit saattavat kattaa suurempia asiakokonaisuuksia, kuten kokonaisia sektoreita. Kaiken kaikkiaan EU:lle ja kansalliselle lainsäätäjälle jääkin tyypillisesti vähäinen välitön rooli erityiskysymyksiin kohdistuvien standardien laadinnassa. Tämä selittyy suurelta osin sillä, että lakisäateisten standardien

<sup>72</sup> Oikeuskirjallisuudessa on alleviivattu standardien vaatimuksia asettavaa ominaisuutta. Esim. Sorsa 2019, s. 584, Baldwin ym. 2012, s. 296–298.

<sup>73</sup> *Marjosola* 2017, s. 7–9.

<sup>74</sup> Esim. De Bellis 2020, s. 83–87. Brummer 2012, s. 67–89.

<sup>75</sup> Kallestrup 2017, s. 3–4 alaviitteineen.

asettamiseen liittyy ennen kaikkea tiedollisia haasteita. Standardit olisi nimittäin kyettävä asettamaan niin, että kokonaishyöty ylittäisi standardista johtuvat kokonaiskustannukset. Tämä puolestaan edellyttää suurta tietomäärää standardin kohteesta, itse standardista ja sen vaikutuksista, jonka hankkimiseen yksityisillä tahoilla voi usein olla julkista sektoria suuremmat resurssit.<sup>76</sup>

EU-oikeuden kontekstissa on syytä kiinnittää huomiota siihen, että ESMA:n tehtäviin kuuluu luonnosten laatiminen teknisiksi sääntely- ja täytäntöönpanostandardeiksi (mm. ESMA-asetuksen 8, 10 ja 15 artikla). Kyseiset sääntelyinstrumentit ovat luonteeltaan toisen tason säädöksiä ja saavuttavat velvoittavuutensa vasta, kun Euroopan komissio hyväksyy tekniset sääntelystandardit delegoituina säädöksinä ja täytäntöönpanostandardit täytäntöönpanosäädöksinä (SEUT 290 ja 291) – tyypillisesti säädöstyypinä on asetus. Tekniset sääntely- ja täytäntöönpanostandardit on erotettava kolmannen tason soft law -sääntelyinstrumenteista, joihin voi myös sisältyä arvopaperimarkkinaoikeuden kannalta merkittäviä standardeja. Rajanveto näille tasoille sijoittuvien Euroopan komission ja valvontaviranomaisten standardien välillä on siinä mielessä epäselvää, että muodollisesti heikompaan kolmannen tason sääntelyyn näytetään suhtauduttavan täytäntöönpanon kannalta samalla vakavuudella kuin toisen tason säädöksiin.<sup>77</sup> Säädöstasojen ero vaikuttaakin kiteytyvän siihen, että soft law -sääntelyinstrumenteilta puuttuu tyypillisesti niiden rikkomisesta seuraava sanktio.<sup>78</sup>

Koska standardit kumpuavat pitkälti yksityiseltä sektorilta, on niiden oikeudelliseen luonteeseen tyypillisesti liitetty jo mainittu legitimititeettivaje. Standardien implementointia lain-säädäntöön voidaankin puoltaa legitimititeettivajeen ehkäisyn näkökulmasta. Tältä osin on kuitenkin kiinnitettävä huomiota siihen, onko julkisen vallan toimivalta normien hyväksymiseen ja ennen kaikkea niiden sisällöstä päättämiseen ainoastaan muodollista.<sup>79</sup> Sisältöön kohdistuvan harkintavallan puute nimittäin siirtää käytännössä toimivaltaa standardin laatineelle organisaatiolle. Toisaalta sisällön muunneltavuuden vastapainona voidaan pitää sitä, että jokainen implementointivaiheessa hyväksytty modifikaatio vähentää globaalissa mitta-kaavassa standardin vaikuttavuutta, kun implementointi ei ole yhtenevää. Tämän vuoksi

---

<sup>76</sup> Baldwin ym. 2012, s. 109–110 ja 300–302. Brummer 2012, s. 100.

<sup>77</sup> Avbelj ym., 2020, s. 22–23 ja 30–31. Kolmannen tason säädösten velvoittavuutta kasvattaa myös viranomaisiin ja ehdollisina markkinatoimijoihin kohdistettu noudata tai selitä -periaate (ESMA-asetuksen 16 artikla). Ks. Marjosola 2014, s. 350–351.

<sup>78</sup> Stefan ym. 2019, s. 9.

<sup>79</sup> De Bellis 2020, s. 193.

standardit pyritäänkin nähdäkseni usein saattamaan voimaan ilman harkintavallan käyttöä. Legitimiteettivajeen osalta on kiinnitettävä huomiota ennen kaikkea siihen, ketkä ovat edustettuina standardien sisältöä koskevassa päätöksentekoprosessissa ja kuinka heidät on valittu. Tähän palataan jäljempänä luvussa 2.3 tiettyjen standardien osalta.

Standardit voivat olla sisällöltään hyvin yksityiskohtaisia ja teknisiä taikka esimerkiksi periaatelähtöisiä. Melko tyypillisenä voidaan pitää myös lähestymistapojen yhdistelyä, jolloin standardi rakentuu osin periaatteiden varaan, mutta sisältää ohella yksityiskohtaisempia normeja. Etenkin kuluttajamarkkinoilla standardin noudattamiseen saatetaan lisäksi liittää sertifikaatti taikka muu merkki tai leima, joka viestii standardissa asetettujen vaatimusten täytämisestä.<sup>80</sup>

Yleisesti ottaen liikkeeseenlaskijoille suunnatut kansainväliset arvopaperimarkkinaoikeudelliset standardit on laadittu vapaaehtoisesti sovellettaviksi.<sup>81</sup> Tämä tarkoittaa standardien lähtökohtaisesti heikkoa muodollista velvoittavuutta soft law -luonteesta johtuen. Standardien tosiasiallinen velvoittavuus voi kuitenkin olla hyvinkin vahvaa.<sup>82</sup> Lisäksi julkiset tahot voivat edistää standardeja implementoimalla niitä esimerkiksi ohjeisiin ja suosituksiin. Tämä voidaan nähdä jonkinlaisena välimuotona, kun implementointia lakitasoiseen säädöksen ei syystä tai toisesta haluta tehdä, mutta standardin normikokonaisuuden toteutumista halutaan kuitenkin edistää.

On kuitenkin huomattava, ettei mikään sinänsä estä standardien asettamista lainsäädäntöteitse. Tällöin on nähdäkseni tyypillistä, että sääntelyn perustana on yksityinen standardi ja kyse on pääsääntöisesti jo olemassa olevan standardin implementoinnista. EU:n piirissä voidaan tunnistaa ainakin kolme standardien implementoinnin muotoa: 1) standardien inkorporointi osaksi EU:n sekundaarilainsäädäntöä, 2) standardeihin viittaaminen sekundaarilainsäädännössä ja 3) näiden yhdistelmä.<sup>83</sup> Standardien saattaminen voimaan EU:n sekundaarinormistolla luo lähtökohtaisesti vahvan velvoitteen noudattaa standardia.

---

<sup>80</sup> Sorsa 2019, s. 580. Tältä osin voidaan mainita, että Euroopan komissio tutkii EU-ympäristömerkin käyttöönottamista tiettyjen rahoitustuotteiden osalta. Ks. esim. Draft Criteria Proposal for EU Ecolabel for Retail Financial Products 30.10.2020. Ympäristömerkin hyödyt auttaisivat etenkin vähittäissijoittajia ohjaamaan varojaan kestäviin sijoituskohteisiin. Ks. COM(2018) 97 final, s. 5.

<sup>81</sup> De Bellis 2020, s. 188. Sorsa 2019, s. 584.

<sup>82</sup> De Bellis 2020, s. 188. Brummer 2011, s. 304–305.

<sup>83</sup> De Bellis 2020, s. 192–193. Volpato – Elia Antonio 2020, s. 95–101.

Kun peilataan edellä esitettyjä standardin laadinnan lähtökohtia siihen, kuinka standardit implementoidaan lainsäädäntöön, voidaan johtopäätöksenä todeta, että kyseessä on usein niin sanottu yhteissääntely. Yhteissääntelyssä sekä julkinen että yksityinen taho osallistuvat sääntelytehtävän hoitamiseen, millä pyritään saavuttamaan virallissääntelyn ja yksityisen sääntelyn etuja. Tältä osin voidaan alleviivata tavoitetta sääntelyn joustavuudesta ja toimijälähtöisyydestä luopumatta kuitenkin julkisen vallan valvonta- ja seuraamusvallan käytöstä.<sup>84</sup> EU:ssa on perinteisesti sovellettu vertikaalista yhteissääntelyä, jossa säädöksellä annetaan sen tavoitteiden toteutus tietyn alan tunnustettujen osapuolten tehtäväksi.<sup>85</sup> Nähdäkseni kestävän rahoituksen lainsäädäntöhankkeiden yhteydessä on kuitenkin liikuttu kohti vahvempaa julkisen sektorin ja yksityisten tahojen vuorovaikutusta, ottamalla yksityiset tahot ja kolmannen sektorin sidosryhmät entistä vahvemmin mukaan valmistelussa avustaviin asiantuntijaryhmiin. Seuraavaksi tarkastelen tässä luvussa esitettyjä näkökohtia tiettyjen EU-oikeuteen implementoitujen standardien kannalta. Näin pyrin luomaan yleiskuvan standardien sijoittumisesta EU:n arvopaperimarkkinaoikeuden kokonaisuuteen, jota peilataan lopuksi EU green bond -standardin sääntelytekniikkaan.

## **2.3 Vertailua: standardien implementointi EU-oikeuteen**

### *2.3.1 Julkisesti noteerattujen yhtiöiden taloudellinen raportointi ja IFRS-standardit*

Yhtenä EU:n arvopaperimarkkina- ja yhteisöoikeuden vakiintuneimmista standardeista voidaan pitää kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja, joilla viitataan ennen kaikkea IASB:n antamiin tai hyväksymiin IAS- ja IFRS-standardeihin. IFRS-normiston kokonaisuuteen kuuluvat kuitenkin myös tilinpäätöksen laatimista ja esittämistä koskeva käsitteellinen viitekehys sekä tulkintaohjeet. Sen enempää standardien yksityiskohtaiseen sisältöön paneutumatta, voidaan todeta, että IAS- ja IFRS-standardien soveltamiseen velvoitettuja ovat julkisesti noteeratut yhtiöt (IAS-asetus, 4 artikla).

Kuten edellä on mainittu, IFRS-standardit ovat IASB:n laatimia, mikä tarkoittaa sitä, että toimivalta standardien antamisesta ja hyväksymisestä sekä siten standardien sisällöstä kuuluu EU:n toimielinten ulkopuoliselle organisaatiolle. Samalla EU:sta on tullut pitkälti

---

<sup>84</sup> Tala 2012, s. 26–28.

<sup>85</sup> Toimielinten välinen sopimus paremmasta lainsäädännöstä 2003, s. 3. Huovinen kuvaa vuoden 2003 toimielinten väliseen sopimukseen viitaten, että yhteissääntelyn erottaa itsesääntelystä keskeisesti se, että itsesääntelyyn ei liity lainsäädäntöä. Huovinen 2006, s. 1209. Kansallisen arvopaperimarkkinalain piiristä voidaan mainita esimerkkinä velvollisuus ostotarjoustilanteissa noudattaa Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n ostotarjouskoodia (AML 11:28). Ks. myös Ostotarjouskoodi 2014, s. 6–8.



riippuvainen IASB:stä raportoinnin laadun suhteen, vaikka tilinpäätösstandardien laatua voidaan pitää suhteellisen korkeana.<sup>86</sup> Tarkemmin ottaen IASB on yksityisen IFRS-säätiön itsenäinen toimielin, jonka vastuulla on standardien laatiminen ja julkaiseminen. IFRS-säätiön hallitus (trustees) nimittää IASB:n 14 jäsentä, joista neljä on säätiön perustamiskirjan mukaisesti valittava Euroopasta.<sup>87</sup> IFRS-säätiön toiminnan julkista vastuunalaisuutta on pyritty edistämään valvontaelimen perustamisella, johon kuuluu jäsen Euroopan komissiosta.<sup>88</sup> Virallisen säätiörakenteen ohella standardien asettamista tukee neuvoa-antavana elimenä ASAF, jossa on tällä hetkellä edustaja EFRAG:sta.<sup>89</sup> Säätiön hallinnollisesta rakenteesta kuitenkin johtuu, ettei EU voi suoraan vaikuttaa standardien sisältöön.

Euroopan komissio alleviivasi ennen IAS-asetuksen antamista, ettei toimivaltaa tilinpäätösvaatimusten antamisesta voida delegoida unionin ulkopuoliselle taholle. Oikeusvarmuuden ja viranomaisvalvonnan kannalta Euroopan komissio piti tärkeänä, että standardien normit sisällytetään EU:n tilinpäätösraportointia koskeviin säädöksiin.<sup>90</sup> Samaan aikaan sääntelyn tulisi kuitenkin mahdollistaa standardeihin tehtävien muutosten hyväksyminen ilman täysimääräistä EU:n normien tarkastamista.<sup>91</sup> Näkökohtien johdosta IAS-asetuksessa omaksuttiin niin kutsuttu hyväksymismekanismi, jonka mukaan toimivalta standardien hyväksymisestä ja soveltamisesta kuuluu Euroopan komissiolle (3 artikla).<sup>92</sup> Käytännössä IAS- ja IFRS-standardit on implementoitu osaksi EU-oikeutta komission asetuksen (EY) N:o 1126/2008 liitteellä, joka sisältää IASB:n antamat ja EU:n komission hyväksymät standardit sellaisina kuin ne on annettu. Mikäli IASB muuttaa, kumoaa tai antaa uusia standardeja, implementoidaan vastaavat muutokset liitteeseen komission muutosasetuksella. Sinänsä EU on kuitenkin varannut mahdollisuuden mukauttaa standardeja tai jättää ne hyväksymättä. Näin ollen IFRS-standardit on implementoitu ensimmäisen tason säädöksiin ja tekniikkaa voidaan kuvata viittauksen ja inkorporoinnin yhdistelmäksi, sillä IAS-asetus velvoittaa

---

<sup>86</sup> Moloney 2014, s. 152.

<sup>87</sup> Constitution of the IFRS Foundation, kohta 26. Yksityiskohtana todettakoon, että säätiön hallituksen puheenjohtajana toimii syyskuun 2021 loppuun saakka entinen Suomen pankin pääjohtaja Erkki Liikanen.

<sup>88</sup> Constitution of the IFRS Foundation, kohta 21.

<sup>89</sup> Lisäksi ASAF:iin kuuluu tällä hetkellä jäsenet Ranskan, Italian ja Yhdistyneen kuningaskunnan valvontaviranomaisista.

<sup>90</sup> COM(2000) 359 final, s. 7–9.

<sup>91</sup> Moloney 2014, s. 155–156.

<sup>92</sup> Tarkemmin hyväksymismekanismi toimii siten, että ensin EFRAG avustaa Euroopan komissiota sen ratkaisemisessa, voidaanko standardi hyväksyä osaksi EU-oikeutta. Tämän jälkeen Euroopan komissio päättää esittää joko standardin hyväksymistä tai hylkäämistä. Mikäli hyväksymistä esitetään, toimittaa Euroopan komissio säädösluonnoksen ARC:lle. Mikäli ARC:n kanta on myönteinen, toimittaa Euroopan komissio ehdotuksen Euroopan parlamentin ja Euroopan neuvoston tarkasteltavaksi. Ks. IAS-asetuksen resitaali 9 ja 6 artikla.

noudattamaan standardeja viittaamalla kansainvälisiin tilinpäätösstandardeihin, mutta standardit on inkorporoitu asetuksella (EY) N:o 1126/2008. Sääntelyratkaisuun ovat vaikuttaneet nähdäkseni etenkin legitimitietinäkökohtat, sillä IAS-asetus asettaa pakottavan velvoitteen noudattaa standardin normistoa.

Euroopan komissio on itse todennut, että asetuksen vaikuttavuus ja tehokkuus on kytköksissä standardien laatuun.<sup>93</sup> ESMA julkaisee ohjeita ja valvoo, että standardit täytäntöön pannaan asianmukaisesti jäsenvaltioissa.<sup>94</sup> EU:n kannalta IAS- ja IFRS-standardien implementoinnilla osaksi EU-oikeutta on ollut suurin merkitys aiemmin jäsenvaltioiden välillä fragmentoituneiden tilinpäätösstandardien harmonisoinnissa ja näin ollen läpinäkyvyyden ja vertailukelpoisuuden lisäämisessä.<sup>95</sup> Samaan aikaan EU:n implementointi on johtanut IAS- ja IFRS-standardien painoarvon merkittävään kasvuun – voidaan jopa sanoa, että EU:n implementointi mahdollisti standardien maailmanvalloituksen.<sup>96</sup>

### *2.3.2 Kertomus hallituksille suoritettavista maksuista ja kaivannaisteollisuuden avoimuusaloite*

Tilinpäätösdirektiivin 10 luvussa säädetään kaivannaisteollisuudessa toimivan yrityksen ja aarniometsien puunkorjuuta harjoittavan yrityksen velvollisuudesta raportoida jäsenvaltion tai kolmannen maan valtiolliselle, alueelliselle tai paikalliselle viranomaiselle suoritetuista maksuista. Vaikka kyseinen velvoite julkaista kertomus hallituksille suoritetuista maksuista kohdistuu aloilla toimiviin yritykseen, on tilinpäätösdirektiivissä korostettu pyrkimystä panna täytäntöön kaivannaisteollisuuden avoimuusaloitteessa (EITI) hyväksytyt periaatteet luonnonvaroiltaan rikkaissa valtioissa.<sup>97</sup> Tältä osin sääntelystrategia näyttää noudattavan Yhdysvaltojen esimerkkiä, jossa hallitukselle suoritettun maksun käsite on yhdenmukainen EITI:n kanssa (Dodd-Frank Act, Section 1504).<sup>98</sup> EU:n tavoitteena ei näytä olleen standardin implementoiminen osaksi EU-oikeutta tai jäsenvaltioiden kansallista oikeutta vaan

---

<sup>93</sup> COM(2015) 301 final, s. 11–12.

<sup>94</sup> Ks. Guidelines on enforcement of financial information 2020.

<sup>95</sup> Moloney 2014, s. 153–154.

<sup>96</sup> 144 valtiota velvoitti vähintään suurinta osaa kotimaisista yrityksistä soveltamaan IFRS-standardeja vuonna 2018. Ks. Use of IFRS Standards around the world 2018. Voidaan myös mainita, että EU:n toiveena vaikuttaa olevan IFRS-standardien yhä globaalimpi soveltaminen, jota tällä hetkellä heikentää erityisesti se, ettei Yhdysvallat salli kotimaisten yritystensä soveltaa IFRS-standardeja. COM(2015) 301 final, s. 5 ja 11.

<sup>97</sup> Ks. tilinpäätösdirektiivin resitaalit 44 ja 45.

<sup>98</sup> Ks. myös COM(2011) 684 final, s. 5. EU:n ja Yhdysvaltojen ohella G20-valtiot ovat ilmaisseet tukensa standardille. Ks. G20 Leaders' Declaration 2013, s. 26.

pikemminkin EITI-periaatteiden edistäminen kansainvälisesti. Tästä kertoo esimerkiksi se seikka, että EU:n jäsenvaltioista ainoastaan Alankomaat, Irlanti ja Saksa ovat implementoineet standardin.<sup>99</sup>

EITI-periaatteiden edistämisen taustalla voidaan nähdä vahva poliittinen kannanotto EITI:n tavoitteiden, ennen kaikkea läpinäkyvyyden ja korruption torjunnan, puolesta.<sup>100</sup> Euroopan komissio on alleviivannut säädösehdotuksen valmistelun yhteydessä muun muassa, että raportoinnilla voidaan kasvattaa kohdevaltioiden hallitusten vastuunalaisuutta ja hyvää hallintoa.<sup>101</sup> Nähdäkseni yritystoiminnan kannalta standardin mukaisessa raportointivelvollisuudessa voidaan nähdä myös yritys vastuuta edistäviä piirteitä, vaikka EU:n säädösvalmistelun piirissä yritys vastuuta ja kestävyyttä koskevat kannanotot ovat yleistyneet vasta myöhemmin. Avoimuus sekä informaation laatu ja vertailukelpoisuus ovat nimittäin omiaan edistämään vastuullisuustyötä sekä keskustelua sidosryhmien kanssa.

EITI-standardi on siitä epätyypillinen, että se kohdistuu standardin implementoineisiin valtioihin kaivannaisteollisuudessa toimivien yritysten sijasta. Standardin kantavana ajatuksena on se, että hallitukset raportoivat saamistaan maksuista ja yritykset maksamistaan maksuista, minkä jälkeen uskottava ja riippumaton taho varmentaa annetut tiedot.<sup>102</sup> EU:n pyrkimys edistää standardin täytäntöönpanoa perustuu ennen kaikkea sille, että tilinpäätösdirektiivin 41 artiklan 5 kohdan tarkoittamat maksut ovat yhdenmukaisia EITI-standardin kanssa.<sup>103</sup> Käytännössä tilinpäätösdirektiivi tarkoittaa sitä, että EU:n jäsenvaltioiden lainsäädännön alaiset suuret yritykset ja yleisen edun kannalta merkittävät yhteisöt ovat velvoitettuja raportoimaan EITI-standardin mukaisista maksuista riippumatta siitä, onko maksut suoritettu sellaiselle hallitukselle, joka on implementoinut standardin. Tätä lähestymistapaa voidaan pitää myös siinä mielessä edistyksellisenä, että raportointivelvoite kattaa kotipaikan valtion lisäksi kaikki muutkin valtiot ja on näin ollen verrattavissa konsernitilinpäätöksen tavoitteeseen taata tiedot koko taloudellisesta kokonaisuudesta.

---

<sup>99</sup> Extractive Industries Transparency Initiative: Countries. Jos tarkastelua laajennetaan Euroopan talousalueeseen, standardin ovat implementoineet myös Norja ja Yhdistynyt kuningaskunta. Implementoineiden valtioiden joukossa kuitenkin painottuvat vahvasti Afrikan, Aasian ja Oseanian sekä Etelä- ja Väli-Amerikan valtiot.

<sup>100</sup> Extractive Industries Transparency Initiative: Articles of Association, kohta 2.

<sup>101</sup> COM(2011) 684 final, s. 5–8.

<sup>102</sup> EITI-standardi 2019, vaatimus 4, kohdat 4.1 ja 4.9.

<sup>103</sup> Tilinpäätösdirektiivin resitaali 44. Vrt. EITI-standardi 2019, vaatimus 4.1.c.

Mitä tulee EITI-standardin muodolliseen asemaan EU:n lainsäädännössä, on sen implementointi jätetty jäsenvaltioiden kansallisen harkinnan varaan. Standardin tosiasiallinen asema on kuitenkin vahvempi, sillä direktiivi velvoittaa jäsenvaltiota panemaan täytäntöön standardin yhden keskeisimmistä normeista viranomaisille suoritettujen maksujen raportoinnin muodossa.<sup>104</sup> Tätä lakisääteisen velvoitteen puutetta pidettiin aikaisemmin yhtenä selvänä standardin vahvuutta heikentävänä seikkana, joten standardin yrityksiä koskevien raportointivelvoitteiden inkorporointia ei voida pitää vähäpätöisenä kehitysaskelena.<sup>105</sup> Standardin normien omaksuminen osaksi EU:n tilinpäätösoikeudellista sääntelyä luo viime kädessä vahvan ensimmäisen tason normin, jota yritysten on noudatettava.

### *2.3.3 Muun kuin taloudellisen tiedon raportointi ja Euroopan komission ohjeistukset*

Velvollisuus raportoida muusta kuin taloudellisesta tiedosta perustuu tilinpäätösdirektiiviä muuttaneeseen muun kuin taloudellisen tiedon direktiiviin (NFRD). Muutosdirektiivi velvoittaa suuret yleisen edun kannalta merkittävät yhteisöt, joilla on tilikauden aikana keskimäärin vähintään 500 työntekijää, raportoimaan ympäristöasioista, sosiaalisista ja työntekijöihin liittyvistä seikoista, ihmisoikeuksien kunnioittamisesta sekä korruption ja lahjonnan torjuntaan liittyvistä seikoista (tilinpäätösdirektiivin 19 a ja 29 a artiklat). Suhteessa velvollisuuteen soveltaa IFRS-standardeja on huomattava, että velvollisuus raportoida muusta kuin taloudellisesta tiedosta on laajempi, sillä julkisesti noteeratut yritykset muodostavat vain yhden yleisen edun kannalta merkittävien yhteisöjen kategorian (tilinpäätösdirektiivin 2 artiklan 1 kohta). Toisaalta työntekijöiden määrää koskeva edellytys on korotettu suhteessa suuren yrityksen määritelmään (tilinpäätösdirektiivin 3 artiklan 4 kohta). Velvollisuudet on Suomessa pantu täytäntöön kirjanpitolain (1336/1997) 3 a luvun säännöksillä.

Erittelemättä tässä yhteydessä sen tarkemmin direktiivin sisältöä, voidaan kiinnittää huomiota siihen, että NFRD:ssä on jätetty yrityksille paljon joustavuutta ja liikkumavaraa. Käytännössä direktiivi määrittelee ainoastaan seikat, joista on raportoitava, muttei määrittele raporttien sisältöä tai raportointikehystä. Sääntelyä on pyritty kuitenkin täsmentämään Euroopan komission ei-sitovilla ohjeistuksilla. Käytännössä muun kuin taloudellisen tiedon raportointi on kuitenkin jätetty NFRD:ssä ja sitä täsmentävissä Euroopan komission

---

<sup>104</sup> Suomessa direktiivi on tältä osin pantu täytäntöön lailla kaivannaisteollisuutta ja puunkorjuuta aarniomet-sissä harjoittavien yritysten viranomaisille suorittamien maksujen julkistamisesta (1621/2015).

<sup>105</sup> Firger 2010, s. 1066–1067.

ohjeistuksissa kansallisten, EU-tasoisten ja kansainvälisten standardien varaan.<sup>106</sup> Yleisesti ottaen tällaisia standardeja on suuri määrä, mikä käytännössä heikentää saatavilla olevan tiedon käyttökelpoisuutta.<sup>107</sup> Standardeista ainakin noteerattujen yritysten keskuudessa käytetympänä voidaan pitää GRI-ohjeistoa, mikä indikoi GRI:n olevan tosiasiallisesti vahva muun kuin taloudellisen tiedon raportointistandardi.<sup>108</sup> Lopputulemana valittu sääntelytapa näyttää johtaneen yksityisten standardien jalansijan kasvuun, mikä sinänsä on ollut lainvalmistelussa tiedostettu sääntelystrategia. Nämä standardit eivät kuitenkaan ole luonteeltaan oikeudellisesti velvoittavia valitun implementointistrategian myötä. Tämän vuoksi markkinakäytännössä näyttää muovautuneen kaksijakoinen käytäntö, jossa yritykset kuittaavat tilinpäätösdirektiivin velvollisuuden pitkälti toimintakertomuksessa annettavilla tiedoilla ja pyrkivät antamaan yksityiskohtaisempaa tietoa erillisessä selvityksessä valitsemansa standardin mukaisesti.

Edellä kuvattuun viitaten, poliittinen ympäristö ja sidosryhmien vaatimukset yritysten muun kuin taloudellisen tiedon raportoinnille ovat nähdäkseni merkittävästi muuttuneet direktiivin hyväksymisen jälkeen, sillä etenkin yritysten julkaiseman tiedon vertailukelpoisuutta sekä laatua on kritisoitu oikeuskirjallisuudessa.<sup>109</sup> Sinänsä myös Euroopan komissio on pannut merkkeille sääntelyn jäämisen ajastaan jälkeen – erityisesti sääntelyn sijoittumista joustavuuden ja standardisoinnin välisellä akselilla olisi tarkasteltava informoitujen sijoituspäätösten tekemisen kannalta.<sup>110</sup> NFRD:n merkitys nykyisessä valossa rajoittuukin lähinnä jäsenvaltioiden lainsäädännön harmonisointiin.

EU-tasoisien muutospaineen johdosta Euroopan komission tahtotila näyttäisi olevan yhteisen raportointistandardin kehittäminen EU:n piirissä.<sup>111</sup> Euroopan komission työohjelman mukaan komissio julkaisee lainsäädäntöehdotuksensa NFRD:n tarkistamiseksi vuoden 2021 ensimmäisellä vuosineljänneksellä.<sup>112</sup> Ehdotukseen liittyen Euroopan komissio valtuutti vuonna 2020 EFRAG:n aloittamaan muun kuin taloudellisen tiedon raportointia koskevan

---

<sup>106</sup> Mm. NFRD:n resitaali 9, Muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat suuntaviivat: muiden kuin taloudellisten tietojen raportointimenetelmä 5.7.2017, s. 3–4 ja Muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat suuntaviivat: Ilmasto- ja ympäristötietojen raportointia koskeva täydennysosa 20.6.2019, s. 8.

<sup>107</sup> Esim. EFRAG on NFRD:n uudelleentarkastelun yhteydessä tunnistanut lähes 100 standardia. Ks. EFRAG Progress Report 31.10.2020, s. 6–7.

<sup>108</sup> Mähönen 2020, s. 8.

<sup>109</sup> Ibid., s. 23.

<sup>110</sup> COM(2019) 640 final, s. 18. COM(2018) 97 final, s. 10.

<sup>111</sup> Dombrovskis 28.1.2020.

<sup>112</sup> COM(2020) 440 final, liite 1, s. 1.

EU-standardin teknisen valmistelun.<sup>113</sup> EFRAG:n lokakuussa 2020 julkaiseman väliraportin perusteella NFRD:n uudelleentarkasteluun sisältyisi vahva aikomus luoda nykyisten toimintakehysten pohjalta EU-standardi, joka kasvattaisi ennen kaikkea annettavan muun kuin taloudellisen tiedon vertailukelpoisuutta, luotettavuutta ja merkittävyyttä.<sup>114</sup> Epäselvää kuitenkin näyttäisi olevan, sisältyisikö standardi itse lainsäädäntöehdotukseen, toisen tason sääntelyinstrumentteihin vai annettaisiinko standardi soft law -instrumenttina samaan tapaan, kuin nykyiset kolmannen tason raportointia täsmentävät Euroopan komission ohjeistukset. NFRD:n uudelleentarkastelussa näyttäisi olevan paljon yhteneviä piirteitä EU green bond -standardin kanssa. Tältä osin onkin mielenkiintoista, mikä tulee olemaan Euroopan komission päivitetyn kestävä rahoituksen strategian sekä näiden lainsäädäntöehdotusten lopullinen muoto ja sisältö.

#### *2.3.4 Ympäristön kannalta kestävä taloudellisen toiminnan luokitusjärjestelmä ja taksonomia-asetus*

Kestävä taloudellisen toiminnan luokitusjärjestelmä, taksonomia, perustuu kesäkuussa 2020 hyväksyttyyn taksonomia-asetukseen. Tältä osin on kuitenkin huomattava, että asetuksen soveltaminen kokonaisuudessaan alkaa porrastetusti vasta vuoteen 2023 mennessä. Tämä johtuu pitkälti siitä, että varsinainen konkreettinen luokitusjärjestelmä tulee perustumaan Euroopan komission delegoituihin asetuksiin, joiden valmistelu on vielä kesken. Pääpiirteissään taksonomia-asetuksella on asetettu kestävä taloudellisen toiminnan ympäristötavoitteet ja näin määritetty kestäville toiminnalle raamit.<sup>115</sup> Varsinaisen kestävä taloudellista toimintaa koskevan standardin muodostavat kuitenkin Euroopan komission delegoidut asetukset toisen tason säädöksinä. Edelleen tarkemmin ottaen teknisen ja yksityiskohtaisen standardin muodostavat tekniset arviointikriteerit delegoitujen asetusten liitteinä. Edellä esitetyistä standardeista poiketen voidaan alleviivata sitä, että EU on taksonomian kohdalla siirtynyt lakisääteiseen, julkisvaltalähtöiseen standardiin poiketen yksityisten standardien implementoinnista. Nähdäkseni tämä johtuu vahvasta kestävyystavoitteiden yhdenmukaistamistarpeesta suhteessa kansallisiin ja yksityisiin aloitteisiin sekä toisaalta taksonomian

---

<sup>113</sup> EFRAG Progress Report 31.10.2020. Myös Dombrovskis 28.1.2020. Euroopan unionin neuvosto pyysi Euroopan komissiota selvittämään tällaisen standardin laatimisen mahdollisuutta pääomamarkkinaunionia koskevilla päätelmissään 5.12.2019. Ks. Council Conclusions 5.12.2019, s. 11.

<sup>114</sup> EFRAG Progress Report 31.10.2020, s. 1.

<sup>115</sup> Taksonomia tulee ensivaiheessa koskemaan ympäristön kannalta kestävä taloudellista toimintaa. Asetuksen uudelleentarkastelusäännöksen mukaan Euroopan komission on tarkasteltava vuoden 2021 loppuun mennessä mahdollisuutta laajentaa soveltamisalaa muihin kestävyystekijöihin (26 artiklan 2 kohta).

legitimiteetin turvaamisesta, kun markkinatoimijoiden toimintaedellytykset perustuvat suoraan julkisvallan laatimaan standardiin.<sup>116</sup>

Taksonomia-asetuksen yhteydessä on korostettu huomattavan paljon sidosryhmien osallistamista ja kuulemista teknisten arviointikriteerien valmistelussa.<sup>117</sup> Tekniset arviointikriteerit pohjautuvat TEG:n pohjatyölle, jota Euroopan komissio on kuitenkin muokannut ehdotuksessaan delegoiduiksi asetuksiksi. Nähdäkseni taksonomiaan on kohdistunut EU:n kestävän rahoituksen lainsäädäntöhankkeista suurimmat sidosryhmäintressit – yksistään ensimmäiseen julkaistuun luonnokseen komission delegoiduksi asetukseksi ilmastonmuutoksen hillinnän ja ilmastonmuutokseen sopeutumisen osalta annettiin konsultaatiokierroksella yli 46 500 lausuntoa. Teknisten arviointikriteerien lähtökohtana on pidetty luotavan standardin perustumista saatavilla olevaan tieteelliseen näyttöön sekä teknologian ja markkinoiden kehitykseen.<sup>118</sup> Teknisten arviointikriteerien laadintaan kohdistuu kuitenkin suuri etujärjestöjen ja osittain jäsenvaltioiden paine, joten yksittäisten kriteerien osalta kunnianhimon tason arvioiminen ei ole yksiselitteistä. Sidosryhmäintressien ohella on lisäksi muistettava, että asetukset on teknisten yksityiskohtien ohella myöskin poliittinen kompromissi – esimerkiksi ydinvoimaan Euroopan komissio ei ole toistaiseksi ottanut kantaa taksonomian yhteydessä, vaan jättänyt sen jatkovalmistelun varaan.<sup>119</sup>

Loppujen lopuksi taksonomia toimii pitkälti työkaluna, jota sovelletaan esimerkiksi muissa EU:n kestävän rahoituksen lainsäädäntöhankkeissa. Sen sijaan taksonomia-asetuksella itsessään ei juurikaan aseteta uusia pakottavia velvoitteita yrityksille.<sup>120</sup> Näin ollen asetuksen muodollinen vahvuus ensimmäisen tason sääntelyinstrumenttina ei nähdäkseni siirry suoraan käytännön tasolle. Luokitusjärjestelmän tosiasiallisen vahvuus tuleekin perustumaan pitkälti niiden säädösten velvoittavuuteen, jotka viittaavat taksonomian vaatimuksiin. Tältä osin voidaan tuoda esiin, että esimerkiksi Suomessa on ehdotettu tiedonantovelvoiteasetusta täydennettäväksi hallinnollisella seuraamusmaksujärjestelmällä, jolla pyritään siihen, että finanssimarkkinatoimijoiden kestävyys liittyviin tiedonantovelvoitteisiin kyettäisiin

---

<sup>116</sup> COM(2018) 353 final, s. 5–6.

<sup>117</sup> Esim. taksonomia-asetus, resitaali 50. COM(2018) 353 final, s. 4.

<sup>118</sup> Taksonomia-asetus, resitaali 40. COM(2018) 353 final, s. 7.

<sup>119</sup> Poliittisesti mielipiteitä jakava aihe kytkeytyy taksonomian kontekstissa siihen, että ydinvoima on toisaalta vähähiilinen energialähde, mutta mielipiteet ydinjätteen mahdollisista ympäristövaikutuksista ovat eriauvia. Esim. Euroopan komissio – TEG 2020, s. 13.

<sup>120</sup> Tästä tärkeän poikkeuksen muodostaa 8 artiklan mukainen tiedonantovelvoite ympäristön kannalta kestävinä pidettäviin taloudellisiin toimintoihin liittyvästä osuudesta liikevaihtoa, pääomamenoja ja toimintamenoja.

puuttumaan yhtä tehokkaasti kuin muihinkin tiedonantovelvoitteisiin.<sup>121</sup> Tällaiset sääntelyratkaisut ovat nähdäkseni omiaan edistämään välillisesti myös taksonomia-asetuksen tosiasiallista vahvuutta.

## **2.4 EU green bond -standardi sääntelyinstrumenttina**

### *2.4.1 Muodollinen vahvuus*

Teknisen asiantuntijaryhmän ehdotuksen mukaan EU green bond -standardi tulisi antaa Euroopan komission tiedonantona.<sup>122</sup> Euroopan komissio on kuitenkin kirjannut vuoden 2021 työohjelmaansa standardin vahvistamisen kesäkuun loppuun mennessä säädöksenä, jonka oikeudellinen perusta olisi SEUT 114 artiklan mukainen jäsenvaltioiden lainsäädännön lähentäminen.<sup>123</sup> Oikeusperustan mukaiset säädökset annetaan tavallisessa lainsäätämisyksessä, jolloin kyseeseen tulevia EU-oikeuden sekundaarinormeja ovat SEUT 289 artiklan nojalla asetus, direktiivi ja päätös. Käytännössä Euroopan komissio antaneekin EU green bond -standardin asetuksena, jotta standardia sovellettaisiin sellaisenaan kaikissa jäsenvaltioissa ilman kansallisia implementointitoimenpiteitä. Edellä esitetyn valossa tutkielmassa oletetaan jatkossa, että EU green bond -standardi annetaan asetuksena.

Asetuksen antamiseen liittyy kiinnostava näkökohta EU-standardin soveltamisen vapaaehtoisuudesta – käytännössä asetus soveltuisi vain, jos liikkeeseenlaskija viittaa vihreän joukkovelkakirjalainansa olevan EU green bond ja näin ollen standardin mukainen. Kuvattu sääntelyratkaisu vähentäisi maksimiharmonisoinnin vahvuutta, kun standardilla luotaisiin rinnakkainen järjestelmä sen sijaan, että sääntelyllä korvattaisiin nykyinen markkinäkäytäntö ja itsesääntely.<sup>124</sup> Kuvattu sääntelyratkaisu ei sinällään olisi uusi EU-oikeudessa, sillä vastaavia ratkaisuja on omaksuttu aiemminkin yksityisoikeuden alalla.<sup>125</sup> Nähdäkseni vapaaehtoisesti sovellettavat asetukset eivät soveltamista koskevia säännöksiä lukuun

---

<sup>121</sup> HE 255/2020 vp, s. 35.

<sup>122</sup> TEG 2019, s. 9–10.

<sup>123</sup> COM(2020) 690 final, liite 1, s. 3. Asetuksen etuna suhteessa muuhun kuin lainsäädäntöinstrumenttiin voidaan nähdä mm. suurempi oikeusvarmuus sekä lupa- ja valvontamenettelyjen mahdollistaminen. Ks. Inception Impact Assessment: Establishment of an EU Green Bond Standard 12.6.2020, s. 2.

<sup>124</sup> Fauvarque-Cosson – Behar-Touchais 2012, s. 29–30. Järjestelmää on kuvattu ilmaisuilla ”28. järjestelmä” ja ”vapaaehtoinen säädös”. Esim. Euroopan talous- ja sosiaalikomitean lausunto 21.1.2011, s. 28–29.

<sup>125</sup> Esimerkiksi eurooppayhtiöasetuksella ja eurooppaosuuskunta-asetuksella on luotu vapaaehtoinen EU-tasoinen järjestelmä yritystoiminnan organisoimiseksi. Lisäksi Euroopan komissio on ehdottanut vastaavaa sääntelyratkaisua esimerkiksi yhteisen eurooppalaisen kauppalaian yhteydessä, jota koskevan ehdotuksen Euroopan komissio kuitenkin veti pois syyskuussa 2020. Ks. COM(2011) 635 final, s. 9–10. Tarkemmin aiheesta muun muassa Mañko 2015, s. 7–8.



ottamatta muilla tavoin eroa suoraa velvoittavista ja pakottavasti sovellettavista asetuksista. Suhteessa itsesääntelyyn ja etenkin ICMA:n vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskeviin periaatteisiin säädöspohjainen EU-standardi tarkoittaisi siirtymää suosituksista vaatimuksiin, mikäli liikkeeseenlaskija päättää noudattaa EU green bond -standardia.<sup>126</sup>

#### 2.4.2 Tosiasiallinen vahvuus

EU-standardin tosiasiallisen vahvuuden voidaan nähdä riippuvan siitä, onko annettu säädös tehokas ja soveltavako markkinatoimijat sitä aktiivisesti.<sup>127</sup> Tehokkuudella tarkoitetaan nähdäkseni ennen kaikkea sitä, saavuttaako säädös sille asetetut tavoitteet. Oikeudellisesta näkökulmasta painoarvoa on annettu etupäässä esimerkiksi sille, voidaanko standardin velvoitteet panna täytäntöön. Standardin tosiasiallisia vaikutuksia markkinoihin ja ympäristöön puolestaan tarkastellaan yleensä taloudellisesta näkökulmasta.<sup>128</sup>

Arvioitaessa EU green bond -standardin tosiasiallista vahvuutta, voidaan merkittävänä seikkana kiinnittää huomiota siihen, ettei standardin valmistelussa ole esitetty standardin säännöksiin kohdistuvaa seuraamusjärjestelmää. Tämän voidaan nähdä heikentävän standardin tosiasiallista vahvuutta. Toisaalta tämän seikan merkitystä vähentää se, että standardiin on viitattava liikkeeseenlaskua koskevassa esitteessä, mikä tuo standardin noudattamisesta annetut tiedot esitevastuun alaan (Suomessa AML 16:1). Esitevastuun ollessa yleistä vastuuta arvopaperimarkkinoille annettavasta informaatiosta, voidaan sen piiriin lukea nykyisen markkinakäytännön tavoin myös EU green bond -standardin alaan kuuluvat tiedot.<sup>129</sup> Näin ollen ei voitane pitää perusteltuna erillisen seuraamusjärjestelmän luomista yhtä rahoitusvälinettä silmällä pitäen vaan tarkoituksenmukaista on noudattaa yleistä EU-tasoista ja kansallista arvopaperimarkkinaoikeudellista sääntelyä. Edelleen seuraamusjärjestelmän puuttumisen merkitystä vähentää se, että EU green bondeihin kohdistuu pakottava verifikaatiovaatimus.<sup>130</sup> Verifioijat puolestaan tulisivat TEG:n ehdotuksen mukaan kuulumaan ESMA:n valvonnan alaan, joka nähdäkseni vähentää väärinkäytösriskejä ulkopuolisen tahon toimiessa portinvartijana markkinoille annettavasta tiedosta.<sup>131</sup>

---

<sup>126</sup> TEG 2019, s. 13.

<sup>127</sup> Fauvarque-Cosson – Behar-Touchais 2012, s. 35.

<sup>128</sup> Eri näkökulmat tehokkuuteen ovat luonnollisesti vuorovaikutuksessa keskenään. Ks. Scheltema 2014, s. 321–322.

<sup>129</sup> Esitevastuutyöryhmän mietintö 2005, s. 111.

<sup>130</sup> Verifikaatiolla tarkoitetaan ulkopuolista varmennusta siitä, että liikkeeseenlaskijan green bond on standardin mukainen. Ks. verifikaatiosta tarkemmin luku 3.3.4.

<sup>131</sup> TEG 2019, s. 40.

TEG:n ehdotuksen mukaan EU green bond -standardi edellyttäisi siis tiedonantoa standardin noudattamisesta ja vihreistä hankkeista oikeudellisessa dokumentaatiossa, kuten esimerkiksi esitteessä. Tiedonanto voisi kuitenkin rajoittua esimerkiksi viittaukseen liikkeeseenlaskijan vihreiden joukkovelkakirjalainojen viitekehykseen.<sup>132</sup> Tätä sinänsä jo markkinoilla omaksettua käytäntöä voidaan pitää verrattain uutena joukkovelkakirjalainamarkkinoilla.<sup>133</sup> Varojen käyttötarkoituksen vihreisiin hankkeisiin on katsottu olevan sopimusoikeudellinen sitoumus liikkeeseenlaskijan velallisena ja sijoittajien velkojina välillä.<sup>134</sup> Sama pätee sopimusvelvoitteen rikkomisen seuraamuksiin tai esimerkiksi raportointivelvoitteiden laiminlyöntiin.<sup>135</sup> Tältä osin on kuitenkin huomautettava, että Suomessa ainakin *Norros* on katsonut, ettei liikkeeseenlaskijan ja merkitsijän välille synny sopimussuhdetta vaan vahingonkorvausta on arvioitava puhtaasti arvopaperimarkkinalain vahingonkorvaussäännösten mukaisesti.<sup>136</sup> EU-standardin tosiasiallista vahvuutta vähentää se seikka, että mikäli varoja ei käytetä ilmoitettuihin hankkeisiin tai hankkeet eivät täytäkään standardin edellytyksiä, seurauksena liikkeeseenlaskijalle on lähinnä EU green bond -leiman menettäminen.<sup>137</sup> Arvopaperimarkkinalain vahingonkorvaussäännösten soveltamiseen nimittäin liittyy vaikeita syy-yhteyden ja vahingon määrään liittyviä kysymyksiä, jotka voivat usein muodostaa esteen sijoittajan vahingonkorvaukselle, vaikka liikkeeseenlaskijan tuottamusedellytys sinänsä täytyisikin. Vastuukysymyksiä ei tarkastella tässä tutkielmassa tämän tarkemmin niiden asemoituessa EU green bond -standardin ulkopuolelle.

Taloudellisesta näkökulmasta EU-standardin tosiasiallinen vahvuus sääntelyinstrumenttina jää pitkälti riippumaan siitä, kuinka nopeasti ja laajalti liikkeeseenlaskijat alkavat soveltaa standardia. Tältä osin TEG vetoaa etenkin eurooppalaisiin institutionaalsiin sijoittajiin, jotta nämä sisällyttäisivät EU-standardin vaatimukset sijoitusstrategiaansa ja kävisivät tältä osin aktiivista vuoropuhelua liikkeeseenlaskijoiden kanssa.<sup>138</sup> EU green bond -standardin aseman edistämiseksi TEG on tuonut esiin myös mahdollisuuksia edistää standardin asemaa erilais-  
ten tukitoimenpiteiden muodossa.<sup>139</sup> Vaikka EU-standardin laatimisessa on markkina-

---

<sup>132</sup> TEG 2019, s. 58.

<sup>133</sup> Göthlin 2019, s. 573.

<sup>134</sup> EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 12.

<sup>135</sup> Göthlin 2019, s. 573–574.

<sup>136</sup> Norros 2009, s. 123–133.

<sup>137</sup> Ks. myös Freeburn – Ramsay 2020, s. 440–441.

<sup>138</sup> Ibid., s. 11.

<sup>139</sup> Näihin tukitoimenpiteisiin kuuluvat mm. institutionaalisten sijoittajien tiedonantovelvoitteet, EU green bondien aseman edistäminen keskuspankkien rahapolitiikan toteuttamisessa ja julkisen sektorin taloudellinen tuki ja veroedut. Ks. tarkemmin TEG 2019, s. 43–50.

toimijoiden näkökulmasta pitkälti kyse standardin aineellisoikeudellisen sisällön määrittämisestä, on pidettävä mielessä, että EU-standardin tavoitteena on ennen kaikkea markkinoiden kehityksen rajoitteiden poistaminen.<sup>140</sup> Tähän tavoitteeseen pyritään ensisijassa lisäämällä oikeusvarmuutta sääntelyn selkeyttä ja läpinäkyvyyttä vahvistamalla.

Markkinoiden kasvun edistämisen osalta voidaan esittää ainakin lievää kritiikkiä siltä osin, että EU-standardin piiriin kuuluisivat ensisijassa vihreimmät hankkeet. Näiden hankkeiden toteutumista ja niihin kohdistuvien vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskua voidaan nähdäkseni pitää todennäköisenä ilmentävän EU-standardia, sillä liikkeeseenlaskijan maineriski ja välillinen taloudellinen riski ovat jo valmiiksi alhaisempia ja näin ollen green bondin edut suhteessa muihin rahoitusvälineisiin suurempia. Lopputulemana olisi tällöin EU green bond -standardin soveltaminen esimerkiksi ICMA:n periaatteiden sijasta, mikä ei kasvata kokonaismarkkinaa. Nähdäkseni EU-standardia ei voida lähtökohtaisesti nähdä *per se* uusien vihreiden hankkeiden synnyttävänä sääntelyinstrumenttina. Tältä osin olisikin syytä kiinnittää huomiota siihen, että reaalityökalujen kohdistuvat politiikat ohjaisivat yrityksiä investoimaan sellaisiin vihreisiin kohteisiin, joiden rahoittaminen standardin mukaisesti on mahdollista. Tällainen sääntelykokonaisuuden yhteisvaikutus voisi puolestaan potentiaalisesti johtaa green bond -markkinan kasvuun.

Kaiken kaikkiaan TEG:n ehdotuksesta on nähdäkseni rivien välistä luettavissa hahmotustapa, jossa EU green bond -standardin mukaiset vihreät joukkovelkakirjalainat erotetaan omaksi markkinasegmentikseen muista vihreistä joukkovelkakirjalainoista. Käytännössä tällainen markkinan luominen ja kehittäminen lainsäädäntötoimin on mahdotonta ilman markkinoilla vallitsevaa kysyntää sijoitustuotteille. Näin ollen EU-standardin olisi kyettävä mahdollistamaan selviä etuja liikkeeseenlaskijoille ja sijoittajille verrattuna nykyiseen markkinatilanteeseen, jotta toimijat alkaisivat soveltamaan standardia. Näitä standardilla tavoiteltavia etuja arvioidaan seuraavissa pääluvuissa.

---

<sup>140</sup> TEG 2019, s. 14.

### 3 EU GREEN BOND -STANDARDI

#### 3.1 EU-standardin lähtökohdista

Kuten on jo aiemmin sivuttu, EU green bond -standardin lähtökohtana on vallitseva markkinakäytäntö. Tällä hetkellä markkinat nojaavat itsesääntelyyn – Euroopassa ICMA:n vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskevat periaatteet (GBP) ja CBI:n Climate Bonds Standard (CBS) ovat saaneet vahvan jalansijan markkinakäytännössä. Kun vihreiden joukkovelkakirjalainojen markkinat ovat kasvaneet vauhdikkaasti nykyisessä sääntely-ympäristössä, on perusteltua kysyä, miksi itse asiassa EU:n sääntelyinterventiota ylipäättään tarvitaan.

Tekninen asiantuntijaryhmä (TEG) on hahmottanut Euroopan komissiolle toimittamassaan loppuraportissa kuusi merkittävää green bond -markkinoiden kehittymisen pullonkaulaa: 1) vihreiden hankkeiden ja omaisuuserien puute, 2) vihreyden käsitteeseen liittyvät epäselvyydet, 3) liikkeeseenlaskijoille koituvien selvien taloudellisten hyötyjen puute, 4) kolmansien osapuolien arviointien monimutkaisuus ja kustannukset, 5) hallinnollisesti raskaat raportointiprosessit, ja 6) epävarmuus rahoituskelpoisista omaisuus- ja menoeristä.<sup>141</sup> Logiikka TEG:n ehdotuksen taustalla on pyrkiä poistamaan nämä pullonkaulat EU-standardilla markkinoiden kehittymisen edistämiseksi. Näin ollen EU-standardin tavoitteissa korostuvat vahvasti markkinoiden tehokkuuden vahvistaminen sekä sijoittajansuojan turvaaminen ja väärinkäytösten estäminen, joita voidaan pitää kansainvälisesti melko perinteisinä arvopaperimarkkinalainsäädännön tavoiteasetteluina.<sup>142</sup>

Nähdäkseni EU green bond -standardin tavoitteet asettuvat kahdelle tasolle: ylätasolla tavoitteena on edistää EU:n kestävän rahoituksen politiikkoja ohjaamalla varoja kasvavissa määrin kestäviin kohteisiin ja markkinatasolla parantaa markkinan integriteettiä.<sup>143</sup> Tavoitteiden saavuttamisen kannalta keskiössä on läpinäkyvyyden sekä tiedon luotettavuuden ja vertailukelpoisuuden lisääminen, joiden oletetaan tukevan markkinan kasvua ohjaamalla sijoittajat sijoittamaan green bondeihin ja liikkeeseenlaskijat investoimaan vihreisiin kohteisiin. Tavoitteisiin liittyy tietty teoreettinen ristiriita siitä näkökulmasta, että tyypillisesti sääntely estää markkinoita ylikuumenemasta tai kaitsee villiä markkinaa, jolloin sääntely lähtökohtaisesti rajoittaa markkinoiden kasvuvauhtia. EU-standardin kohdalla asetelma on

---

<sup>141</sup> TEG 2019, s. 21–23.

<sup>142</sup> Veil 2017a, s. 24–26. Brinckmann 2017, s. 265–269 ja 274–277. Armour ym. 2016, s. 61–72. Häyrynen – Kajala 2013, s. 20.

<sup>143</sup> TEG 2019, s. 53–56.

käännetty ikään kuin pääläelleen, sillä sääntelyllä tavoiteltavan selkeyden ja läpinäkyvyyden uskotaan kiihdyttävän markkinan kasvua. Viime kädessä EU-standardissa on sääntelytekni-  
sesti kyse vallitsevien, markkinakäytännössä vakiintuneiden ja yleisesti hyväksytyjen peri-  
aatteiden inkorporoinnista vapaaehtoiseen sekundaarioikeuden sääntelyinstrumenttiin. Tästä  
huolimatta EU:n lakisääteistä standardia värittävät tietyt erityispiirteet, joilla nähdäkseni py-  
ritään turvaamaan markkinoiden tehokkuus ja integriteetti sekä takaamaan tasapuoliset toi-  
mintaedellytykset (*level playing field*).

### 3.2 Markkinatoimijoiden intressit

Ennen ehdotetun EU-standardin tarkastelua on syytä kiinnittää huomiota markkinatoimijoi-  
den intresseihin. Sijoittajien näkökulmasta standardin tulisi lähtökohtaisesti mahdollistaa  
markkinan kasvu sellaisilla vaatimuksilla, jotka edistävät ympäristötavoitteita ja ovat sa-  
maan aikaan teknisesti ja taloudellisen rationaliteetin puitteissa saavutettavissa.<sup>144</sup> Tämän  
ohella standardin tulisi sijoittajien näkökulmasta tarjota läpinäkyvyyttä green bondeilla ke-  
rättyjen varojen käyttöön ja niillä saavutettuihin vaikutuksiin.<sup>145</sup> Mainitut sijoittajien intres-  
sit kumpuavat viime kädessä sijoittajien omilta edunsaajilta, joille sijoittajien tulee kasva-  
vissa määrin kyetä osoittamaan, että sijoitustoiminta edistää kestävyttä.<sup>146</sup>

Liikkeeseenlaskijoiden näkökulmasta EU-standardilla tulisi puolestaan pyrkiä poistamaan  
liikkeeseenlaskuun liittyvää maineriskiä, joka liittyy ennen kaikkea siihen, millaisia hank-  
keita green bondeilla voidaan rahoittaa.<sup>147</sup> Lisäksi kirjallisuudessa on tuotu jo pitkään sään-  
telyn yhteydessä esiin se, että liikkeeseenlaskun olisi syytä tuoda myös taloudellisia etuja  
liikkeeseenlaskijoille esimerkiksi suorien kustannussäästöjen kuten alhaisempien korkokus-  
tannusten muodossa sekä epäsuorasti rahoituslähteiden monipuolistumisen kautta.<sup>148</sup> Myös-  
kin selvät ennen liikkeeseenlaskua ja sen jälkeen sovellettavat oikeussäännöt voisivat vä-  
hentää liikkeeseenlaskijoiden hallinnollisia kustannuksia. Liikkeeseenlaskijoiden kohdalla  
EU green bond -standardia suuremmat intressit kohdistuvat kuitenkin nähdäkseni takso-  
nomiaan. Tämä on sinänsä luonnollista, sillä taksonomia tulisi määrittelemään, mitä liikke-  
eseenlaskijoiden hankkeita EU green bondeilla voidaan rahoittaa. Yhteenvedonomaaisesti voi-  
daan todeta, että sijoittajien intressit vaikuttaisivat painottuvan liikkeeseenlaskijoita

---

<sup>144</sup> The Paris Green Bonds Statement 2015.

<sup>145</sup> Ibid.

<sup>146</sup> Schoenmaker – Schramade 2019, s. 265 lähteineen.

<sup>147</sup> TEG 2019, s. 21.

<sup>148</sup> OECD 2017, s. 36–38.

enemmän muihin kuin taloudellisiin seikkoihin, joiden sääntelyyn EU green bond -standardi kohdistuu.<sup>149</sup>

Oman sävynsä EU green bond -standardin valmisteluun on kuitenkin tuonut se osin poliittinenkin kannanotto, että markkinan tulisi edistää siirtymää kestäväan talousjärjestelmään.<sup>150</sup> Näin ollen myös julkisvallalla on oma intressinsä standardin valmistelussa – ennen kaikkea vihreyden tason määrittämisessä. Tämän intressin hahmottaminen EU green bond -standardin taustalla on tärkeää, jotta voidaan tehdä johtopäätöksiä lainsäätäjän ja markkinatoimijoiden välisestä vuorovaikutussuhteesta.<sup>151</sup> Lainsäätäjän näkökulmasta EU-standardi voidaan-kin nähdä markkinoiden vääristymää korjaavana toimenpiteenä, sillä erityisesti vallitseva markkinoiden vihreä-käsite näyttää poikkeavan EU:n tavoitetasosta.

Markkinatoimijoiden intresseistä voidaan erottaa kysymys siitä, kuinka markkinatoimijat ovat vaikuttaneet lainsäädäntöhankkeisiin. Suuressa kuvassa Euroopan komissio on ottanut vihreät joukkovelkakirjalainamarkkinat selvästi tarkempaan seurantaan vuoden 2018 kestäväan rahoituksen toimintasuunnitelman myötä. Tätä ennen Euroopan komissio nimittäin tyytyi tukemaan markkinatoimijoiden vapaaehtoisia suuntaviivoja, käytännössä ICMA:n vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskevia periaatteita, ja seuraamaan markkinan kehitystä ja tarvetta EU-standardille.<sup>152</sup> Korkean tason asiantuntijaryhmä kuitenkin alleviivasi EU-standardin etuja etenkin epävarmuustekijöihin vastaamisen ja selvempien vaatimusten asettamisen saralla suhteessa vapaaehtoiisiin periaatteisiin ja standardeihin.<sup>153</sup> Muutosta suhtautumisessa selittää nähdäkseni osaltaan myös se, että markkinan koko ylitti vuonna 2017 vähintäänkin symbolisesti merkittävän 100 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvon.<sup>154</sup> Ehdotettu EU-standardi rakentuu pitkälti HLEG:n suositusten ja TEG:n raportin varaan, joiden sisältämät ehdotukset puolestaan pohjautuvat markkinakäytännölle.

Markkinatoimijoilla on ollut merkittävä rooli itse EU-standardin valmistelussa. Ensi vaiheessa HLEG esitti Euroopan komissiolle kahdeksan kestäväan rahoituksen strategista suositusta, joihin sekä taksonomia että EU green bond -standardi kuuluivat. HLEG koostui 20

---

<sup>149</sup> Maltais – Nykvist 2020, s. 8–11.

<sup>150</sup> COM(2018) 97 final, s. 2.

<sup>151</sup> Marjosola 2017, s. 24.

<sup>152</sup> COM(2015) 468 final, s. 17–18.

<sup>153</sup> HLEG 2018a, s. 31.

<sup>154</sup> CBI 2019, s. 5.

kansalaisjärjestöjen ja rahoitusmarkkinatoimijoiden asiantuntijasta. Konkreettisempaa valmistelutyötä jatkanut TEG:n laajempi 35 henkilön jäsenistö puolestaan koostui kansalaisyhteiskunnan, yliopistomaailman, rahoituslaitosten ja liike-elämän sekä esimerkiksi Euroopan valvontaviranomaisten edustajista. Rahoitusmarkkinatoimijoiden painoarvo vaikuttaa kuitenkin olleen merkittävä ehdotusten laadinnassa toisaalta siksi, että nykyinen markkinakäytäntö perustuu rahoitusmarkkinatoimijoiden piirissä laadituille ICMA:n periaatteille ja toisaalta sen takia, että rahoitusmarkkinatoimijat ovat osallistuneet myös HLEG:n ja TEG:n asiantuntijatyöhön läpi ehdotuksen valmistelun. Kestävän rahoituksen säädösten valmisteluun on lisäksi liittynyt useita Euroopan komission konsultaatioita, joissa markkinatoimijoilla on ollut mahdollisuus ilmaista kantansa hankkeisiin. Tässä yhteydessä tärkeimpinä voidaan pitää TEG:n EU green bond -standardiin ja taksonomia-asetukseen liittyneitä loppuraportteja, päivitettyä kestävän rahoituksen strategiaa sekä taksonomian tekniset arviointikriteerit asettavia delegoituja säädöksiä koskeneita konsultaatioita.

### **3.3 Teknisen asiantuntijaryhmän ehdotuksen perusosiot**

#### *3.3.1 Vihreät hankkeet*

EU-standardin vahvimpana ominaispiirteenä verrattuna tällä hetkellä vallitseviin ICMA:n periaatteisiin voidaan pitää hankkeiden vihreyden määrittelyä, joka on sidoksissa taksonomiaan.<sup>155</sup> Vuoden 2018 kestävän rahoituksen toimintasuunnitelmassa taksonomian laatiminen asetettiin myös EU green bond -standardin edellytykseksi, jota ilman standardia tuskin olisikaan edistetty.<sup>156</sup> Taksonomialle perustuva standardi on myös linjassa EU:n tavoitteen kanssa sisällyttää kestävyys kaikkiin politiikkoihin – linkityksellä taksonomiaan kestävyuden määritelmä olisi politiikka-alasta riippumatta yhdenmukainen.<sup>157</sup>

Lakitasoinen vihreyden määritelmä muodostaisi merkittävästi yksiselitteisemmän vihreä-käsitteen verrattuna ICMA:n periaatteissa mainittuihin suhteellisen laajoihin vihreiden hankkeiden kategorioihin. Lisäksi ICMA:n periaatteissa nimenomaisesti todetaan, etteivät nämä kategoriat ole kannanottoja, mitkä teknologiat, standardit, väitteet ja julistukset ovat vihreyden kannalta optimaalisia.<sup>158</sup> Näin ollen EU-standardi menisi huomattavasti pidemmälle yksityiskohtaisen teknisluonteisen sääntelyn myötä ympäristön kannalta kestävän

---

<sup>155</sup> TEG 2019, s. 27–28.

<sup>156</sup> COM(2018) 97 final, s. 5.

<sup>157</sup> COM(2019) 640 final, s. 16–21.

<sup>158</sup> GBP 2018, s. 3–4.

toiminnan määrittelyssä. Sinänsä ajatus kestävän taloudellisen toiminnan taksonomiasta ei kuitenkaan ole uusi. Muun muassa CBI ja Kiinan keskuspankki ovat julkaisseet luonteeltaan vastaavat asiakirjat, joilla on pyritty EU:n taksonomian tavoin edistämään erityisesti läpinäkyvyyttä ja vertailukelpoisuutta.<sup>159</sup> Verrattuna CBI:n Climate Bonds Taxonomyyn, EU:n taksonomia on kuitenkin huomattavasti laajempi ja teknisempi, mikä mahdollistaa hankkeiden tarkastelun aiempaa yksityiskohtaisemmalla tasolla. Lisäksi voidaan mainita, että kansainvälisen standardoimisjärjestö ISO:n piirissä valmistellaan paraikaa standardia green bondien liikkeeseenlaskulle, joka linkittyisi ISO:n taksonomia- ja verifikaatiostandardeihin.<sup>160</sup>

Yleispiirteissään taksonomia-asetuksen mukainen vihreys perustuu kolmiportaiselle määrittelylle. Ensinnäkin kyseessä olevan taloudellisen toiminnan on merkittävästi edistettävä ainakin yhtä taksonomia-asetuksen 9 artiklan ympäristötavoitteista – esimerkiksi ilmaston muutoksen hillintää tai siihen sopeutumista. Tältä osin taloudellisen toiminnan on täytettävä kyseisen ympäristötavoitteen tekniset arviointikriteerit, jotta toimintaa voidaan pitää tavoitetta merkittävästi edistävänä.<sup>161</sup> Toisekseen taloudellinen toiminta ei saa aiheuttaa merkittävää haittaa muille taksonomian ympäristötavoitteille (ei merkittävää haittaa -periaate). Myös tätä asetuksen 17 artiklasta johdettua periaatetta konkretisoi jokaisen ympäristötavoitteen osalta tekniset arviointikriteerit, joilla määritetään aiheuttaako taloudellinen toiminta merkittävää haittaa muille ympäristötavoitteille.<sup>162</sup> Kolmanneksi taloudellisen toiminnan on oltava niin sanottujen 18 artiklan vähimmäistason suojatoimien mukaista, joilla tarkoitetaan ennen kaikkea OECD:n toimintaohjeita monikansallisille yrityksille sekä yritystoimintaa ja ihmisoikeuksia koskevia YK:n ohjaavia periaatteita.<sup>163</sup> Seuraavalla sivulla kuviossa 1 on tiivistetty taksonomia-asetuksen logiikka ympäristön kannalta kestävän liiketoiminnan määrittämiselle. Tässä tutkielmassa taksonomia-asetuksen luokittelujärjestelmän mukaista vihreyttä ei käsitellä tämän tarkemmin tutkielman rajallisuuden vuoksi, sillä teema on oma laaja ja monisyinen kysymyksensä.

---

<sup>159</sup> Ks. Climate Bonds Taxonomy 2020 ja Catalogue of Green Bond Endorsed Projects 2020.

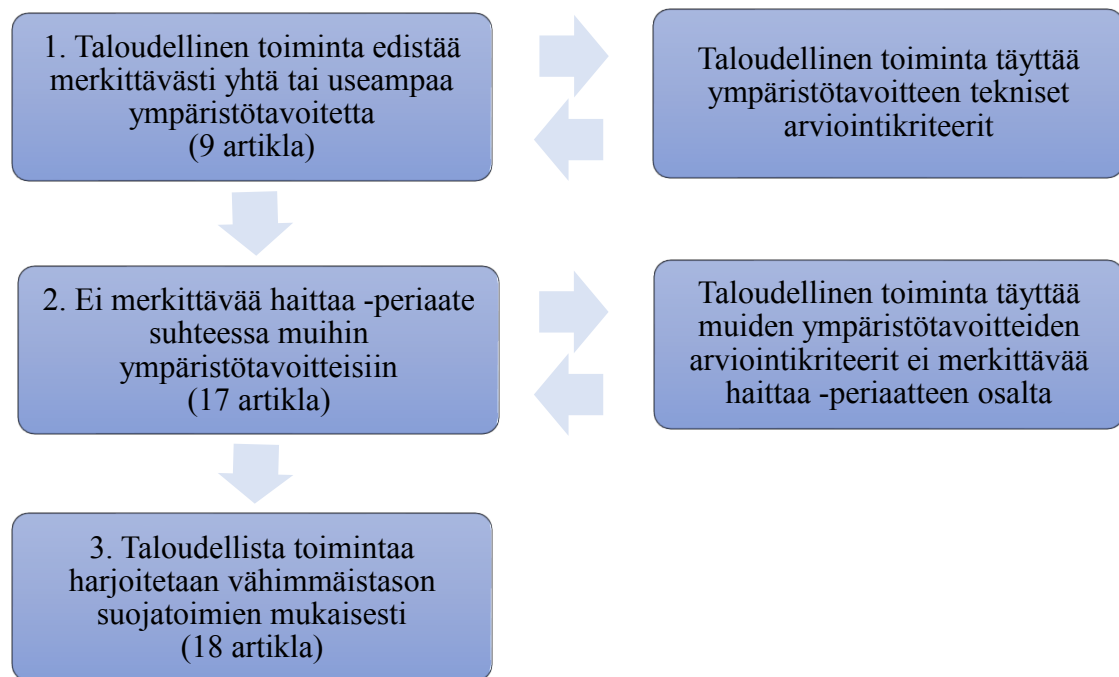
<sup>160</sup> Kyse on standardeista ISO 14030-1 sekä ISO 14030-3 ja ISO 14030-4.

<sup>161</sup> Euroopan komissio on julkaissut luonnoksen delegoiduksi säädökseksi merkittävästi ilmastonmuutoksen hillintää ja ilmastonmuutokseen sopeutumista edistävästä taloudellisesta toiminnasta, joka sisältää liitteinä tekniset arviointikriteerin mainittujen tavoitteiden osalta. Ks. Luonnos delegoiduksi säädökseksi 2020.

<sup>162</sup> Ei merkittävää haittaa -periaatteen tekniset arviointikriteerit sisältyvät ympäristötavoitteiden arviointikriteereihin. Ks. esim. *ibid.*

<sup>163</sup> Ks. OECD Guidelines for Multinational Enterprises 2011 ja the UN Guiding Principles on Business and Human Rights 2011.





Kuvio 1. Taksonomia-asetuksen logiikka ympäristön näkökulmasta kestävän liiketoiminnan määrittämiselle.

Kun tarkastellaan taksonomiaa vihreiden joukkovelkakirjalainojen kannalta, voidaan erottaa tiettyjä standardin soveltamisen kannalta keskeisiä kysymyksiä. Aluksi voidaan kiinnittää huomiota, millaisia omaisuus- ja kustannuseriä liikkeeseenlaskijoiden vihreisiin hankkeisiin voidaan käytännössä sisällyttää. TEG:n ehdotuksen mukaan vihreiden hankkeiden piiriin kuuluvat ensimmäiseksi aineellinen ja aineeton omaisuus sekä rahoitusomaisuus. Aineettoa ja aineelliseen omaisuuteen voidaan lisäksi lukea niihin liittyvä käyttöpääoma. Toiseksi vihreiden hankkeiden piiriin kuuluvat pääomakustannukset (CapEx), tietyt toimitakustannukset (OpEx) sekä tutkimus- ja kehityskustannukset. Kolmantena kategoriana vihreiden hankkeen piiriin kuuluisivat valtioiden liikkeeseen laskemien green bondien osalta julkiset investoinnit ja tuet.<sup>164</sup> Edellä mainittu luettelo vaikuttaisi muodostavan ICMA:n periaatteita selkeämmän vihreiden hankkeiden omaisuus- ja kustannuserien piirin, joihin rahoitusta voidaan vihreillä joukkovelkakirjalainoilla hankkia. Sen sijaan ero suhteessa CBS:iin on pienempi.<sup>165</sup> TEG:n mukaan selvästi määritellyt varojen käyttökohteet voivat oikeusvarmuuden lisääntyessä laajentaa varojen käyttöä nykyisestä, kun liikkeeseenlaskijan maineriski vähenee.<sup>166</sup> Tarkasti määritelty hankkeiden piiri voidaankin ymmärtää tietynlaisena turvasatamasäännöksenä: jos hanke on taksonomian mukaan vihreä ja

<sup>164</sup> TEG 2019, s. 28.

<sup>165</sup> Ks. Climate Bonds Standard 2019, s. 9–10.

<sup>166</sup> TEG 2019, s. 28.

liikkeeseenlaskija käyttää varoja edellä mainittuihin omaisuus- tai kustannuseriin, tämä voi olla varma standardin vaatimusten täyttämistä.

Toisaalta on syytä tuoda esiin taksonomian luonne niin kutsuttuna elävänä asiakirjana, jolla tarkoitetaan tässä yhteydessä taksonomia-asetuksen 19 artiklan 5 kohdan mukaista teknisten arviointikriteerien säännöllistä uudelleentarkastelua. Uudelleentarkastelun tarkoituksena on, että taksonomia vastaisi jatkuvasti viimeisintä tieteellistä ja teknistä kehitystä. Edellä mainitulla on merkitystä otettaessa kantaa siihen, millä hetkellä ajallisesti hankkeen vihreys määritellään taksonomian kehittyessä ajan mittaan. Riippumatta rahoitettavan hankkeen luonteesta, vihreys olisi määritettävä liikkeeseenlaskuhetkellä sen hetkisen taksonomian mukaisesti.<sup>167</sup> Koska taksonomia voidaan muuttaa ajan myötä, olisi jo liikkeeseen lasketut EU green bondit määräaikaaisesti vapautettu muutosten soveltamisesta (grandfathering).<sup>168</sup> Tämä ratkaisu tarjoaisi niin liikkeeseenlaskijoille kuin sijoittajille oikeusvarmuutta koko vihreän joukkovelkakirjalainan juoksuajaksi.

Edeltävän ohella voidaan huomauttaa, ettei teknisiä arviointikriteerejä ole välttämättä vielä määritelty kaikille mahdollisille hankkeille, kun EU green bond -standardi tulee voimaan. Ensimmäisessä vaiheessa Euroopan komissio nimittäin antaa tekniset arviointikriteerit ilmastomuutoksen hillinnän ja ilmastomuutokseen sopeutumisen osalta sekä näihin ympäristötavoitteisiin liittyvät arviointikriteerit, joilla määritetään aiheuttaako taloudellinen toiminta merkittävää haittaa muille ympäristötavoitteille. Näiden teknisten arviointikriteerien soveltaminen alkaa 1.1.2022. Vastaavat tekniset arviointikriteerit annetaan muiden ympäristötavoitteiden osalta 31.12.2021 mennessä ja niiden soveltaminen alkaa 1.1.2023. Teknisten arviointikriteerien portaittaisesta soveltamisen alkamisesta johtuen on väistämätöntä, että rahoitettavien hankkeiden arvioinnissa tarvitaan joustoa EU-standardin soveltamisen alkuvaiheessa. Tekninen asiantuntijaryhmä ehdottaa, että näissä tilanteissa taksonomiamukaisuus määritettäisiin ja varmennettaisiin edellä kuvatun logiikan mukaisesti, mutta teknisten arviointikriteerien sijasta sovellettaisiin kvalitatiivisia kriteerejä.<sup>169</sup> Käytännössä teknisen asiantuntijaryhmän ehdottama liikkumavara mahdollistaa EU green bond -standardin soveltamisen täysimääräisesti ennen kuin taksonomia-asetuksen soveltaminen alkaa kokonaisu-

---

<sup>167</sup> TEG 2019, s. 28. EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 36.

<sup>168</sup> TEG 2019, s. 29.

<sup>169</sup> Taksonomia-asetuksen valmistelun yhteydessä TEG tunnisti tällaiseksi tilanteeksi myös NACE-toimialaluokituksen, joita sovelletaan teknisissä arviointikriteereissä taloudellisen toiminnan luokitteluun, puuttumisen tarkasteltavalta taloudelliselta toiminnalta. Ks. TEG 2020, s. 14.

nessaan. Kvalitatiivisten kriteerien soveltaminen ei nähdäkseni sinänsä voi heikentää hankkeitten vihreyttä suhteessa nykytilaan ja käytännössä taksonomian mukainen vihreys voitaaneen pyrkiä osoittamaan myös esimerkiksi muilla luokitusjärjestelmillä, standardeilla ja sertifikaateilla.<sup>170</sup> Kvalitatiivisia kriteerejä sovellettaessa jäljempänä luvussa 3.3.4 tarkasteltavan verifikaation merkitys kuitenkin korostuu, kun kestävyydelle ei ole yhtä yksiselitteistä teknistä luokitusta.

### 3.3.2 Viitekehys

Vihreiden joukkovelkakirjalainojen viitekehyksellä tarkoitetaan asiakirjaa, jossa liikkeeseenlaskija antaa tietoa tulevista liikkeeseenlaskuista ja hankkeista, joihin green bondeilla kerättyjä varoja voidaan käyttää.<sup>171</sup> Toisin sanoen viitekehys muodostaa puitteet tuleville liikkeeseenlaskuille. Viitekehysten keskeisimpänä sisältönä voidaan pitää tiedonantoa siitä, kuinka liikkeeseenlaskijan vihreät joukkovelkakirjalainat tulevat täyttämään sovellettavan standardin vaatimukset.<sup>172</sup> Viitekehyksessä ei siten ole tarkoitus antaa tietoja esitesääntelyn alaan kuuluvista tiedoista. Suhteessa liikkeeseenlaskusta julkaistavaan esitteeseen, viitekehysten julkaiseminen sijoittuukin ajallisesti yleensä esitteen julkaisemista edeltävään aikaan.

Edellä kuvattu vallitseva markkinakäytäntö viitekehysten ja esitteen erillisyydestä implementoitaisiin teknisen asiantuntijaryhmän ehdotuksen mukaan osaksi EU-standardia. TEG perustelee ehdotustaan ennen kaikkea liikkeeseenlaskijoiden käytänteiden yhdenmukaistamisella, joka lisäisi tiedon vertailukelpoisuutta.<sup>173</sup> Tältä osin voidaan huomauttaa, että käytännössä yritykset julkaisevat tällä hetkellä usein green bondeja laajemmin rahoitusvälineitä kattavan vihreän rahoituksen viitekehysten. Tältä osin TEG toteaa, että EU-standardin soveltamisen vihreisiin joukkovelkakirjalainoihin olisi käytävä selvästi ilmi tällaisesta laajemmasta vihreän rahoituksen viitekehyksestä.<sup>174</sup> Nähdäkseni suurimmat epäselvyydet liittyvät tilanteisiin, joissa liikkeeseenlaskija sisällyttää vihreän rahoituksen viitekehykseen green bondien liikkeeseenlaskun joko EU-standardin mukaisesti tai muuhun standardiin kuten ICMA:n periaatteisiin nojaten. Liikkeeseenlaskuun liittyvässä oikeudellisessa dokumen-

---

<sup>170</sup> TEG 2019, s. 28.

<sup>171</sup> Ibid.

<sup>172</sup> Climate Bonds Standard 2019, s. 10.

<sup>173</sup> TEG 2019, s. 28–29.

<sup>174</sup> Ibid., s. 29

taatiossa liikkeeseenlaskijan onkin syytä näissä tilanteissa selvittää, mitä standardia liikkeeseenlasku noudattaa.

Liikkeeseenlaskijan EU-standardin mukaista velvollisuutta laatia ja julkaista vihreiden joukkovelkakirjalainojen viitekehys voidaan nähdäkseni verrata esiteasetuksen mukaiseen velvollisuuteen julkaista joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskusta esite. Viitekehysten ja esitteen välisestä suhteesta TEG on tyytynyt toteamaan, että kerättyjen varojen käyttötarkoitusta tulisi tarkentaa esitteessä, mikä johtuu käytännössä siitä, että rahoitettavat hankkeet eivät usein ole yksilöidysti tiedossa viitekehysten julkaisuhetkellä.<sup>175</sup> Oikeudellisesta näkökulmasta viitekehystä voidaankin luonnehtia suhteellisen heikoksi asiakirjaksi, joka on alisteisessa asemassa suhteessa esitteeseen. Tämä johtuu siitä, että vastuu viitekehyksessä annetusta tiedosta voi aiheuttaa lähtökohtaisesti vahinkoa vasta, mikäli tieto on virheellinen myös esitteen tietojen valossa. Vaikka viitekehysten julkaisemista voidaan luonnehtia tiedonantovelvollisuudeksi, viitekehyksellä on nähdäkseni jopa tätä suurempi markkinoinnillinen merkitys liikkeeseenlaskijalle: viitekehysten tulisi vakuuttaa sijoittajat liikkeeseenlaskijan ympäristötavoitteista ja varmistaa kysyntä tulevalle green bondin liikkeeseenlaskulle. Viitekehysten oikeudellinen sääntely voidaankin siten kytkeä myös viherpesun riskin ehkäisemiseen, sillä viitekehysten sisältämiä kestävyysväitteitä voidaan pitää merkittävänä sijoittajille.

Mitä tulee liikkeeseenlaskijan viitekehysten sisältöön, olisi viitekehysten TEG:n mukaan sisällettävä tiedot 1) liikkeeseenlaskijan strategiasta suhteessa ympäristötavoitteisiin ja liikkeeseenlaskun perusteista, 2) rahoitettavien hankkeiden yhteensopivuudesta taksonomian kanssa, 3) hankekuvauksista, 4) varojen allokoinnista ja seurannasta, sekä 5) raportoinnista ja verifikaatiosta.<sup>176</sup> Viitekehysten tarkoituksena on osoittaa, että liikkeeseen laskettava vihreä joukkovelkakirjalaina noudattaa EU green bond -standardia ja ennen kaikkea, että rahoitettavat hankkeet ovat linjassa taksonomian kanssa. Nähdäkseni viitekehysten merkitys korostuu verifikaation kannalta.<sup>177</sup> Sijoittajien kannalta viitekehykselle voitaneen antaa merkitystä lähinnä liikkeeseenlaskijan kestävyystavoitteiden indikaattorina. Viime kädessä viitekehystä onkin luettava nähdäkseni yhdessä vihreää joukkovelkakirjalainaa koskevan

---

<sup>175</sup> Ibid., s. 28–29.

<sup>176</sup> Ibid.

<sup>177</sup> Näin toteaa myös CBI Climate Bonds Standardiin liittyvän sertifiointijärjestelmän osalta. Ks. Climate Bonds Standard 2019, s. 10.

esitteen kanssa. Näin ollen EU-standardi ei vaikuttaisi juurikaan muuttavan markkinakäytäntöä viitekehyksen suhteen vaan ainoastaan implementoivan käytänteet velvoittaviksi.

### 3.3.3 Raportointi

Viitekehyksessä ennen liikkeeseenlaskua annettavan tiedon lisäksi TEG ehdottaa liikkeeseenlaskijoiden raportointivaatimusten määrittelyä EU green bond -standardin mukaisille vihreille joukkovelkakirjalainoille. Myös tältä osin standardiin ehdotetaan implementoitavaksi markkinakäytännön mukaisesti niin sanottu allokointiraportointi ja vaikuttavuusraportointi.<sup>178</sup> Raportointi voitaisiin tehdä ehdotuksen mukaan joko hankkeittain tai portfolio-tasolla, kuten myös ICMA:n periaatteiden mukaan.<sup>179</sup> Valinnalla on vaikutusta lähinnä vaikuttavuusraportoinnin kannalta. Raportoinnin osalta TEG:n ehdotuksessa näyttäisi olevan kyse ennen kaikkea raporttien sisällön selkeyttämisestä sen sijaan, että tekninen asiantuntijaryhmä ehdottaisi uusia aineellisia osa-alueita. Osoitus tästä on esimerkiksi allokaatioraportin ja vaikuttavuusraportin vahvempi käsitteellinen erottaminen toisistaan, vaikka liikkeeseenlaskijat voivat jatkossakin esittää raportit yhdessä yhteisessä asiakirjassa.<sup>180</sup>

Allokaatioraportti on julkaistava vähintään kerran vuodessa, kunnes kaikkien varojen lopullinen kohdentaminen hankkeille on tehty. Tämän jälkeen allokaatioraportti olisi julkaistava, mikäli allokaatiossa tapahtuu merkittäviä muutoksia.<sup>181</sup> TEG:n ehdotukset vastaavat ICMA:n periaatteita.<sup>182</sup> Kaikkien varojen kohdentamisen jälkeen liikkeeseenlaskijan olisi julkaistava lopullinen allokaatioraportti (the Final Allocation Report). Nykyisestä markkinakäytännöstä poiketen TEG ehdottaa, että lopullinen allokaatioraportti olisi verifioitava.<sup>183</sup>

Allokaatioraportti sisältäisi TEG:n ehdotuksen mukaan ensinnäkin lausunnon siitä, että green bond on yhä EU green bond -standardin mukainen.<sup>184</sup> Tältä osin merkittävimpänä seikkana voidaan pitää hankkeiden taksonomiamukaisuutta, sillä muutokset rahoitettavissa hankkeissa ovat omiaan vaikuttamaan myös EU green bondiin. Toisekseen raportissa olisi eroteltava green bondin jo allokoidut varat vähintään sektoritasolla ja esitettävä hankkeiden

---

<sup>178</sup> TEG 2019, s. 29–31.

<sup>179</sup> Ibid., s. 30. EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 37–38. GBP 2018, s. 5.

<sup>180</sup> EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 38.

<sup>181</sup> EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 37.

<sup>182</sup> GBP 2018, s. 5.

<sup>183</sup> TEG 2019, s. 31. EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 37.

<sup>184</sup> TEG 2019, s. 30. EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 37 ja 44.

maantieteellinen jakauma.<sup>185</sup> TEG suosittelee, että maantieteellinen erottelu tehtäisiin valtiotasolla. Lisäksi liikkeeseenlaskijoita rohkaistaan antamaan yksityiskohtaisempaa tietoa hanketasoisesti sekä allokaatiosta suhteessa taksonomia-asetuksen ympäristötavoitteisiin.<sup>186</sup> Edellytettyjen tietojen valossa allokointiraporttia voidaan pitää vahvasti sijoittajalähtöisenä asiakirjana sen kuvatessa yleisellä tasolla joukkovelkakirjalainalla rahoitettuja hankkeita. Raportin käyttökelpoisuutta edistää vahvasti se, että raportin numeeriset tiedot ovat selkeitä ja edistävät green bondien välistä vertailukelpoisuutta. Sen sijaan kestävyystavoitteiden tarkastelun osalta allokaatioraportti jää vähäiseen rooliin ja katse on käännettävä vaikuttavuusraporttiin.

Vaikuttavuusraportti olisi TEG:n ehdotuksen mukaan julkaistava ainakin kerran vihreän joukkovelkakirjalainan juoksuaikana kaikkien varojen lopullisen kohdentamisen jälkeen. Lisäksi vaikuttavuusraportti olisi julkaistava, mikäli merkittäviä muutoksia tapahtuu varojen allokoinnissa.<sup>187</sup> ICMA:n periaatteiden suositus on raportoida vihreiden joukkovelkakirjalainojen vaikutuksista vuosittain, mitä voitaneen pitää sinänsä suositeltavana myös EU-standardin piirissä.<sup>188</sup> Vaikuttavuusraporttiin ei kohdistu verifikaatiovaatimusta, vaikkakin TEG suosittelee raportin verifioimista.<sup>189</sup>

Vaikuttavuusraportin sisältö olisi TEG:n ehdotuksen mukaan allokaatioraporttia laajempi ja noudattaa pitkälti ICMA:n piirissä omaksuttua raportointikäytäntöä tarkastellen ympäristövaikutuksia joko hankkeiden tai hankeportfolioiden näkökulmasta.<sup>190</sup> Liikkeeseenlaskijan olisi ensinnäkin lausuttava allokaatioraportin tavoin siitä, noudattaako green bond yhä EU green bond -standardia sekä esitettävä kuvaus rahoitetuista hankkeista tai portfolioista ja niillä edistettävistä taksonomia-asetuksen 9 artiklan mukaisista ympäristötavoitteista. Toiseksi raportissa on esitettävä hankkeen tai hankeportfolion kokonaiskustannukset ja liikkeeseenlaskijan osuus niistä, hankkeen alkamisajankohta sekä varojen käytön jakautuminen rahoitukseen ja uudelleenrahoitukseen. Kolmanneksi liikkeeseenlaskijan on annettava raportissa tiedot vihreän hankkeen luonteesta omaisuus- tai kustannuseränä sekä esitettävä

---

<sup>185</sup> TEG 2019, s. 31.

<sup>186</sup> Ibid. EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 45.

<sup>187</sup> EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 37.

<sup>188</sup> GBP 2018, s. 5.

<sup>189</sup> EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 38.

<sup>190</sup> Tältä osin TEG:n ja ICMA:n laatimat raportointipohjat vastaavat pitkälti sisällöltään ja ulkoasultaan toisiaan. Ks. TEG 2019, s. 65–67 ja Handbook: Harmonized Framework for Impact Reporting 2020, s. 31–42.

absoluuttiset ja suhteelliset vaikuttavuusmittarit.<sup>191</sup> Ympäristövaikutusten raportointia on toistaiseksi pyritty edistämään ohjeistuksilla markkinatoimijoiden keskuudessa.<sup>192</sup> Nämä ohjeistukset olisivat kuitenkin toissijaisia tilanteissa, joissa vaikuttavuusmittarit on määriteltä taksonomian teknisissä arviointikriteereissä.<sup>193</sup>

### 3.3.4 Verifikaatio

Edelleen EU-standardiin sisällytettäisiin pakottavasti nykyisessä markkinakäytännössä omaksuttu verifikaatiokäytäntö, jossa ulkopuolinen verifioija varmentaa ensisijassa, että liikkeeseenlaskijan green bond on ICMA:n periaatteiden tai muun noudatettavan standardin mukainen.<sup>194</sup> Verifikaatiossa on käytännössä kyse markkinoiden luottamuksen ja integriteetin sääntelystä, mikä juontaa juurensa siitä, että sijoittajilla ei tyypillisesti ole valmiuksia arvioida green bondien ympäristöllisiä ominaisuuksia samalla tavalla kuin taloudellista riskiä ja tuottoa.<sup>195</sup> Verifioijat toimivat näin ollen etenkin tiedon välittäjinä markkinoilla ja heidän rooliaan voidaan pitää tärkeänä etenkin informaatioasymmetrian ja viherpesun riskin vähentämiseksi.<sup>196</sup> Verifikaatiolla tarkoitetaan TEG:n ehdotuksessa ulkopuolista varmenusta toisaalta liikkeeseenlaskijan viitekehyksestä ja toisaalta lopullisesta allokaatoraportista suhteessa viitekehykseen, taksonomiaan ja liikkeeseenlaskijan ilmoittamaan käyttötarkoitukseen.<sup>197</sup>

Nähdäkseni ehdotettujen verifikaatiovaatimusten tavoitteena on selkiyttää nykyistä melko monimuotoista markkinakäytäntöä – esimerkiksi ICMA:n vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskevissa periaatteissa on tunnistettu neljä ulkopuolisen arvioinnin tyyppiä.<sup>198</sup> Liikkeeseenlaskijan viitekehykseen kohdistuu pääsääntöisesti riippumattoman toisen osapuolen lausunto, joka siis TEG:n ehdotuksessa muodostaisi verifikaation ensimmäisen osan. Toisena GBP:n tyyppinä on verifiointi, joka voi kohdistua esimerkiksi green bondin standardinmukaisuuteen tai varojen käytön seurantaan, kohdistamiseen tai ympäristövaikutuksiin. Tämä vastaa TEG:n ehdottaman verifikaation jälkimmäistä osaa, joka kohdistuu lopulliseen

---

<sup>191</sup> EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 37 ja 45–56.

<sup>192</sup> Mm. ICMA:n Handbook: Harmonized Framework for Impact Reporting 2020, Nordic Public Sector Issuers Position Paper on Green Bonds Impact Reporting 2020 ja GIIN:n IRIS+ -järjestelmä. Myös TEG viittaa näihin ohjeistuksiin. Ks. TEG 2019, s. 30 ja EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 45–56.

<sup>193</sup> TEG 2019, s. 29–30. EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 25.

<sup>194</sup> ICMA:n periaatteissa ulkopuolinen arvio on suositustasoinen. Ks. GBP 2018, s. 6.

<sup>195</sup> The German Federal Ministry of Economic Cooperation and Development 2018, s. 68.

<sup>196</sup> Bachelet ym. 2019, s. 5 ja 6. Rose 2018, s. 70.

<sup>197</sup> TEG 2019, s. 31.

<sup>198</sup> GBP, s. 6.

allokaatioraporttiin. Lisäksi GBP:ssä on tunnistettu mahdollisuus hakea green bondille ulkopuolisen verifioijan sertifikaattia taikka pisteytystä tai luokitusta. Näitä ulkopuolisen arvioinnin muotoja ei ole sisällytetty teknisen asiantuntijaryhmän ehdotukseen EU green bond-standardiksi. Tätä voidaan pitää perusteltuna, sillä EU-standardi edellyttäisi hankkeiden olevan yhdenmukaisia taksonomian kanssa. Taksonomiamukaisuus muodostaakin itsessään vahvan leiman vihreän joukkovelkakirjalainan vihreydestä, jolloin tarvetta erilliselle sertifikaatille taikka pisteytykselle tai luokitukselle ei lähtökohtaisesti ole.

Jopa verifikaatiota merkittävämpänä muutoksena voidaan pitää verifioijille ehdotettua akkreditointijärjestelmää, sillä ehdotuksen mukaan vain akkreditoidut toimijat voisivat varmentaa EU-standardin mukaisia green bondejia.<sup>199</sup> Tältä osin TEG ehdottaa ESMA-johtoista akkreditointi- ja valvontajärjestelmää, jota perustellaan etenkin verifioijien harmonisoidulla EU-tasoisella valvonnalla.<sup>200</sup> Lakitasoisen verifioijiin kohdistuvan sääntelyn etuina on ehdotuksessa nähty verifikaatioiden laadun kasvaminen verifikaatioprosessille ja menettelyta-voille asetettavien vähimmäisvaatimusten myötä.<sup>201</sup>

Markkinatoimijoiden akkreditointi- ja rekisteröitymissääntely ei suinkaan ole uusi sääntelyinnovaatio EU-oikeudessa. Samoin nykyisessä käytännössä Climate Bonds Standard edellyttää, että verifikaation suorittaa CBI:n hyväksymä verifioija.<sup>202</sup> EU-oikeuden piirissä teknisen asiantuntijaryhmän ehdotusta voidaan verrata esimerkiksi luottoluokituslaitosasetuksen mukaiseen rekisteröinti- ja sertifiointijärjestelmään ja päästökauppadirektiivin mukaiseen todentajien akkreditointijärjestelmään, joiden taustalla on yhtenevä tavoite prosessien ja tietojen luotettavuudesta. EU:hun sijoittautuneiden luottoluokituslaitosten on haettava rekisteröintiä ESMA:lta (luottoluokituslaitosasetuksen 14 ja 15 artikla) ja päästökaupan todentamisjärjestelmä puolestaan perustuu kansallisten päästökauppaviranomaisten hyväksynnöille ja vastavuoroiselle tunnustamiselle (päästökauppadirektiivin 15 artikla ja todentamisasetuksen 55 ja 67 artikla). Nähdäkseni pääomamarkkinoilla on perusteltua, että akkreditointijärjestelmä ja sen valvonta kuuluisivat EU-tasoisesti ESMA:n toimivaltaan teknisen asiantuntijaryhmän esittämällä tavalla.<sup>203</sup> Verifikaatiomarkkina on melko vahvasti

---

<sup>199</sup> TEG 2019, s. 31.

<sup>200</sup> Ibid., s. 39–40.

<sup>201</sup> Ibid., s. 36.

<sup>202</sup> Climate Bonds Standard 2019, s. 23.

<sup>203</sup> TEG 2019, s. 40. Samoin Euroopan komission päivitettyä kestävän rahoituksen strategiaa koskeneessa konsultaatiossa suurin osa vastaajista katsoi, että akkreditointijärjestelmää ja ESMA-johtoista valvontaa tulisi



keskittynyt, jolloin ylikansallinen järjestelmä ja valvonta vastaavat paremmin liikkeeseenlaskijoiden, sijoittajien sekä viranomaisten tarpeita.<sup>204</sup> Lisäksi green bond -markkinoiden sääntely kuuluu joka tapauksessa pitkälti ESMA-asetuksen mukaisten ESMA:n valtuuksien piiriin yhteistyössä kansallisten arvopaperimarkkinaviranomaisten kanssa, mikä puoltaisi ESMA:n piiriin luotavaa akkreditointijärjestelmää. Verifioijia ja ehdotettua niitä koskevaa sääntelyä ei tarkastella tutkielmassa tämän tarkemmin, sillä kysymykset eivät systemaattisesti kuulu EU green bond -standardin alaan.

### 3.4 Erityiskysymyksiä

#### 3.4.1 *Green bondin taksonomianmukaisuus – 100 %:a vai vähemmän?*

Yksi EU green bond -standardia koskeneen Euroopan komission kohdennetun konsultaation keskeinen osa-alue koski EU-standardin vihreiden hankkeiden taksonomianmukaisuutta, jonka osalta useat lausunnonantajat toivat esiin näkökohtia täydestä 100 %:n taksonomianmukaisuudesta joustamiseksi. Näkökohdat voidaan jakaa toisaalta niihin, jotka korostivat taksonomian verrattain tiukkoja teknisiä arviointikriteerejä ja toisaalta niihin, jotka liittyivät ei merkittävää haittaa -periaatteeseen ja vähimmäistason suojatoimiin.<sup>205</sup>

EU Green Bond -standardin valmistelun vahvana lähtökohtana on ollut läpi prosessin se, että vihreät joukkovelkakirjalainat olisivat täysimääräisesti yhdenmukaisia taksonomian kanssa.<sup>206</sup> Yleisen lainsäädännöllisen ratkaisun lisäksi linjaus perustuu taksonomia-asetuksen 4 artiklaan, jonka mukaan unionin on sovellettava taksonomiaa sellaisissa toimenpiteissä, joissa finanssimarkkinatoimijoille tai liikkeeseenlaskijoille asetetaan ympäristön kannalta kestävinä saataville asetettuja yritysjoukkovelkakirjalainoja koskevia vaatimuksia. Täydestä taksonomianmukaisuudesta joustaminen merkitsisikin samalla poikkeusta taksonomia-asetuksen unionille asettamasta velvoitteesta. Yhtä lailla jousto johtaisi tällöin poikkeamiseen yhtenevästä kestävästä taloudellisen toiminnan käsitteestä, joka on ollut kestävä rahoituksen lainsäädäntöhankkeiden perustavanlaatuinen lähtökohta.

---

edistää. Summary Report of the Stakeholder Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy 2021, s. 29–30.

<sup>204</sup> Green bondien kumulatiivisella liikkeeseenlaskujen arvolla mitattuna vuosina 2008–2018 kolme suurinta toimijaa hallitsivat yhteensä 57 prosenttia markkinasta ja 15 prosenttiin ei kohdistunut lainkaan verifikaatiota. Ks. CICERO 2018, s. 3–4.

<sup>205</sup> Konsultaatiopalaute 26.10.2020.

<sup>206</sup> Mm. EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 34–35. HLEG 2018a, s. 31, HLEG 2018b, s. 1–2.

Esitettyjen syiden valossa täysimääräisestä taksonomiamukaisuudesta poikkeamista voitaneen pitää epätodennäköiseltä. Viime kädessä kyse on jännitteestä sijoittajien oikeusvarmuuden ja taksonomian vähimmäisvaatimusten saavuttamisen välillä. Kun peilataan täysimääräisestä taksonomiamukaisuudesta poikkeamista EU-standardin tavoitteeseen vähentää viherpesua, voidaan sijoittajien oikeusvarmuuden johdosta suhtautua kielteisesti taksonomian vaatimuksista poikkeamiseen. Poikkeukset nimittäin johtaisivat EU green bond -leiman heikkenemiseen siinä mielessä, että sijoittajan tulisi tarkistaa jokaisen liikkeeseenlasketun vihreän joukkovelkakirjan yhteydessä erikseen sen vihreys suhteessa taksonomiaan. Liikkeeseenlaskijoille myönnettävän liikkumavaran kasvaessa, EU-standardin viherpesua vähentävä vaikutus heikkenisi.

Toisaalta konsultaation lausunnot siitä, että etenkin pienempien liikkeeseenlaskujen osalta ei merkittävää haittaa -periaatteen ja vähimmäistason suojatoimien noudattaminen on hallinnollisesti raskasta ja vaativaa pitävät kyllä paikkansa. Samaan aikaan kyseiset vaatimukset kuitenkin kytkevät vihreät joukkovelkakirjalainat hankkeiden kokonaisvaltaisempaan kestävyYTEEN. Vaatimuksista joustaminen saattaisi sinänsä tukea rahavirtojen ohjautumista EU green bondeihin, mutta luo myös riskin standardin tavoitteiden vesittymisestä. Joustomekanismien hyväksymisen sijaan voidaan nähdäkseni pitää tarkoituksenmukaisena jättää sellaiset hankkeet, jotka eivät täytä taksonomia-asetukseen linkitettyjä vaatimuksia, EU-standardin ulkopuolelle. Tämä nähdäkseni loisi insentiivin liikkeeseenlaskijoille ponnistella EU-standardin vaatimusten saavuttamiseksi etenkin, jos myös sijoittajat alkavat edellyttää tätä. Samaan aikaan liikkeeseenlaskijoilla olisi kuitenkin käytössään nykyinen rahoitusvälineiden skaala, mikä mahdollistaisi hankkeen rahoittamisen viime kädessä yritystason rahoitusvälineillä, ellei hankekohtaista rahoitusta ole saatavilla.

Edellä sanotusta huolimatta EU green bond -standardin valmistelussa on kuitenkin omaksumtu tietynlainen takaportti täysimääräisestä taksonomiamukaisuudesta ensinnäkin niiden tilanteiden osalta, joissa teknisiä arviointikriteerejä ei ole määritelty ja toisekseen, mikäli tekniset arviointikriteerit eivät suoraan sovellu liikkeeseenlaskijan hankkeeseen. Käytännössä ensiksi mainittu liittyy taksonomian luonteeseen elävänä asiakirjana ja täydentymiseen ajan myötä. Jälkimmäisen osalta tarkoituksena on mahdollistaa EU green bondien liikkeeseenlasku sellaisissa erityisissä tapauksissa, joissa hanketta voidaan pitää innovatiivisena,

tavallista monimutkaisempaan tai sijainniltaan erityisenä.<sup>207</sup> Kuvatuissa tilanteissa sovellettaisiin teknisten arviointikriteerien sijaan luvussa 3.3.1 kuvatulla tavalla kvalitatiivista verifikaatiota, jolla varmennettaisiin, että hanke noudattaa taksonomian peruslogiikkaa.<sup>208</sup> Käytännössä takaportti merkitseekin sitä, että taksonomianmukaisuutta tarkastellaan periaatteellisemmalla kannalta yksityiskohtaisten kriteerien puuttuessa. Kyse ei niinkään olisi siitä, että taksonomian vaatimuksista luovuttaisiin. Voidaan kuitenkin huomauttaa, että kuvattu tapauskohtainen verifikaatio ei saisi johtaa EU-standardin vaatimusten kiertämiseen.<sup>209</sup> Tältä osin olisikin tärkeää, että verifikaatiossa noudatettaisiin yhtenäistä linjaa myös erityistapauksissa.<sup>210</sup> Tämänhetkisen tiedon valossa on vielä epäselvää, kuinka usein kuvattua takaporttia taksonomianmukaisuudesta tultaisiin soveltamaan. Nähdäkseni tällä tavoin mahdollistettu poikkeus ei kuitenkaan ole erityisen merkittävä, sillä esimerkiksi ilmastonmuutoksen hillintää ja ilmastonmuutokseen sopeutumista koskevat tekniset arviointikriteerit kattavat sektorit, jotka aiheuttavat yli 90 prosenttia kasvihuonekaasupäästöistä.<sup>211</sup>

### *3.4.2 EU-standardin soveltuminen portfoliomalliin*

Muun muassa Suomen valtiovarainministeriö, ICMA, EAPB sekä Kuntarahoitus Oyj ja sen norjalainen verrokki Kommunalbanken AS toivat Euroopan komission kohdennetussa konsultaatiossa esiin niin sanottuun portfoliomallin soveltamiseen liittyviä ongelmakohtia.<sup>212</sup> Portfoliomallilla (portfolio approach) tarkoitetaan tässä yhteydessä tilannetta, jossa liikkeeseenlaskija rahoittaa yhdellä tai useammalla green bondilla vihreiden hankkeiden tai projektien portfoliota.<sup>213</sup> Portfoliomallia voidaan pitää vakiintuneena etenkin julkisen sektorin liikkeeseenlaskijoiden keskuudessa, mutta myös rahoituslaitokset ja muut liikkeeseenlaskijat saattavat soveltaa mallia.<sup>214</sup>

---

<sup>207</sup> TEG 2019, s. 27–28. EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 14 ja 35.

<sup>208</sup> So. edistää merkittävästi ainakin yhtä taksonomian ympäristötavoitteista, ei aiheuta merkittävää haittaa muille tavoitteille ja noudattaa vähimmäistason suojatoimia.

<sup>209</sup> Ks. myös konsultaatiopalaute, jossa esim. Suomen valtiovarainministeriö kiinnitti huomiota tähän. Konsultaatiopalaute 26.10.2020.

<sup>210</sup> EU-standardin valmistelussa on tuotu esiin mahdollisuus käyttää muuta kuin EU:n taksonomiaa vertailukohtana ja väläytetty roolia Sustainable Finance Platform -ryhmälle yhdenmukaisuuden seuraamiseksi. Ks. TEG 2019, s. 28.

<sup>211</sup> TEG 2020, s. 13.

<sup>212</sup> Konsultaatiopalaute 26.10.2020.

<sup>213</sup> Ks. esim. Kuntarahoitus Oyj:n vihreä rahoituksen viitekehys, jossa yhtiö toteaa, että portfolioon kuuluu laina- ja leasinghankkeita, jotka täyttävät vihreä rahoituksen kriteerit. Kuntarahoituksen vihreän rahoituksen viitekehys 21.5.2019, s. 1.

<sup>214</sup> Lausuntopalauteesta EAPB, Kuntarahoitus Oyj ja Kommunalbanken AS toteavat, että yli 60 % vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskuista on perustunut portfoliomalliin. Ks. Konsultaatiopalaute 26.10.2020.

Lausunnonantajat katsovat tältä osin, että EU-standardin soveltamisen tulisi olla mahdollista myös portfoliomallissa. Nähdäkseni tämä ei ole ainoastaan standardin sivujuonne vaan itse asiassa keskeinen ja EU-standardin tavoitteiden näkökulmasta kannatettava näkökohta. EU-standardin soveltumista portfoliomallilla toimiviin liikkeeseenlaskijoihin voidaan pitää tärkeänä, sillä kyseiset liikkeeseenlaskijat ovat avainasemassa vihreän rahoituksen kanavoimisessa toimijoille, joilla ei ole resursseja tai ylipäättään tarvetta green bondien liikkeeseenlaskulle. Konkreettisemmin portfoliomallissa on kyse vihreän rahoituksen tarjoamisesta pienille ja keskisuurille yrityksille sekä julkisyhteisöille. Tältä osin on syytä ottaa huomioon esimerkiksi se seikka, että EU:ssa pienet ja keskisuuret yritykset muodostavat 99 prosenttia kaikista yrityksistä ja niiden yhteenlaskettu ympäristövaikutus on noin 60–70 prosenttia.<sup>215</sup> Pienten ja keskisuurten yritysten tukeminen siirtymässä vihreämpään ja kestävämpään talouteen on näin ollen avainasemassa ympäristö- ja ilmastopoliittisten tavoitteiden saavuttamisen kannalta, mikä on huomioitava myös yritysten rahoitusta tarkasteltaessa.<sup>216</sup>

Teknisen asiantuntijaryhmän ehdotus ei sinänsä sulje pois mahdollisuutta soveltaa EU green bond -standardia toimittaessa portfoliomallilla, mutta ehdotus perustuu nii sanotulle bond-by-bond -lähestymistavalle. Toisin sanoen TEG:n ehdotus on laadittu siitä näkökulmasta, että green bond on yhdistettävissä tiettyyn vihreään hankkeeseen tai vihreisiin hankkeisiin. Tämä lähtökohta toteutuukin muutoin paitsi portfoliomallissa. Bond-by-bond -lähestymistavasta aiheutuukin kitkaa portfoliomallia sovellettaessa erityisesti taksonomian muutostilanteissa.

Taksonomian muutoksia ei luvussa 3.2.1 esitetyllä tavalla sovelleta jo liikkeeseen laskettuihin green bondeihin, jotka ovat määräaikaisen vapautuksen piirissä joukkovelkakirjalainan juoksuajan. Tämä tarkoittaa sitä, ettei uudelleentarkastelua hankkeiden yhdenmukaisuudesta muutetun luokitusjärjestelmän kanssa tarvitse tehdä. Portfoliomallissa kuitenkin portfolioon kuuluvat hankkeet voivat olla ajoitettu green bondin juoksuaikaa pidemmälle aikavälille tai portfoliohankkeet voivat muuttua juoksuaikana. Erityisesti jälkimmäisessä tilanteessa rahoitustarve tyypillisesti muuttuu, jolloin syntyy tarve uudelleenrahoittaa portfolioa uuden green bondin liikkeeseenlaskulla. Mikäli taksonomia on muutettu portfolioon soveltuvien osin uudelleenrahoitustilanteessa, liikkeeseenlaskijalla on annettujen lausuntojen perusteella

---

<sup>215</sup> SMEs and the environment in the European Union 2010, s. 73–74.

<sup>216</sup> COM(2020) 103 final, s. 2–3.

kaksi vaihtoehtoa: joko irrottautua portfoliomallin soveltamisesta tai uudelleenarvioida koko portfolio suhteessa muutettuun taksonomiaan.<sup>217</sup>

Käytännössä kyseeseen tulisi todennäköisesti vaihtoehtoista jälkimmäinen, sillä portfoliomallista irrottautuminen sellaisenaan veisi pohjan toiminnan järjestämistä koskevalta liiketoimintapäätökseltä. Portfoliohankkeiden uudelleenarviointi suhteessa muutettuun taksonomiaan olisi hallinnollisesti raskas prosessi, jolloin sääntelyn aiheuttamat kustannukset ovat haasteelliset liikkeeseenlaskijan saaman taloudellisen hyödyn näkökulmasta. Sinänsä liikkeeseenlaskija voisi toteuttaa uudelleenrahoituksen muilla rahoitusvälineillä kuin EU green bondeilla, esimerkiksi ICMA:n periaatteiden mukaisella vihreällä joukkovelkakirjalainalla tai tavallisella joukkovelkakirjalainalla. Tällöin liikkeeseenlaskija irrottautuisi portfoliomallin sijaan EU green bond -standardista. Samalla liikkeeseenlaskija kuitenkin menettäisi EU-standardin oletetut hyödyt, mikä voi heijastua myös portfoliohankkeiden omistajiin.<sup>218</sup> Näin ollen kumpaakaan vaihtoehtoista ei voida nähdäkseni pitää toivottavana, sillä ne eivät edistä markkinan kehittymistä.

Edellä esitettyyn viitaten ongelmakohtiin olisi syytä tarttua EU-standardin jatkovalmistelussa, sillä muutoin kynnys siirtyä esimerkiksi ICMA:n periaatteiden soveltamisesta EU-standardiin muodostuu turhan korkeaksi portfoliomallin toimijoilla. Ratkaisuna esitettyyn problematiikkaan Euroopan komission konsultaatiossa tuotiin esiin mahdollisuus kohdistaa määräaikainen vapauttaminen ainakin portfoliomallissa hankkeisiin eikä liikkeeseen laskettuun green bondiin.<sup>219</sup> Tämä tarkoittaisi sitä, että hanke katsottaisiin yhä vihreäksi ja taksonomian mukaiseksi, mikäli hanke oli sitä sillä hetkellä, kun se on hyväksytty portfolioon. Tällöin portfolion uudelleenrahoitustilanteessa ei syntyisi tarvetta uudelleenarvioida hankkeita, koska ne ovat olleet linjassa taksonomian kanssa sillä hetkellä, kun ne on hyväksytty hankeportfolioon. Lausuntopalautteesta herää määräaikaisen vapauttamisen kohdistamisen osalta kuitenkin jatkokysymys siitä, voitaisiinko määräaikainen vapauttaminen kohdistaa hankkeisiin myös bond-by-bond -lähestymistapaa sovellettaessa vai syntyisikö esitetyn lain-säädäntöratkaisun myötä EU-standardin sisälle kaksi rinnakkaista järjestelmää. En näe suoranaista estettä määräaikaisen vapauttamisen soveltamiselle bond-by-bond -lähestymistavan

---

<sup>217</sup> Konsultaatiopalaute 26.10.2020.

<sup>218</sup> Esimerkkinä voidaan mainita tilanne, jossa uudelleenrahoitukseen käytettävän joukkovelkakirjalainan korko on korkeampi kuin aiemman green bondin, kun sidonnaisuus taksonomiaan on menetetty. Tämä voi heijastua esimerkiksi portfoliohankkeille myönnettävien lainojen korkeampana korkomarginaalina.

<sup>219</sup> Konsultaatiopalaute 26.10.2020.

tilanteissa – päinvastoin mahdollisuus lisäisi hankkeiden uudelleenrahoitusmahdollisuuksia kaikkien liikkeeseenlaskijoiden keskuudessa.

### *3.4.3 EU-standardi osana kestävien rahoitusvälineiden kokonaisuutta*

Tutkielmassa on tähän saakka verrattu EU green bond -standardin mukaisia vihreitä joukkovelkakirjoja lähinnä itsesääntelystandardien mukaisiin green bondeihin. Nähdäkseni on kuitenkin tärkeää huomioida myös muut kestävän rahoituksen rahoitusvälineet ja tarkastella, kuinka EU green bondit tulisivat sijoittumaan laajemmin kestävän rahoituksen ekosysteemiin. Rahoituslähteiden monipuolisuuteen on kiinnitetty huomiota esimerkiksi uudessa pääomamarkkinaunionia koskevassa toimintasuunnitelmassa, jossa kestävä rahoitus on kuitenkin jäänyt sivurooliin valmisteilla olevan kestävän rahoituksen strategian vuoksi.<sup>220</sup>

Vihreät joukkovelkakirjalainat rakentuvat varojen käyttötarkoitusta koskevan lähestymistavan varaan. Paitsi että tämä lähestymistapa rajaa kestävän rahoituksen hankkeita määrällisesti, voi lähestymistapa ylipäättään olla jäämässä markkinoiden kehityksestä jälkeen. Vihreät joukkovelkakirjalainat voidaankin nähdä ensimmäisen sukupolven kestävän rahoituksen rahoitusvälineinä. Vaikka markkina on yhä kasvussa ja odotuksissa on myös periaatteiltaan vastaavien yhteiskunnallisten joukkovelkakirjalainojen (social bond) liikkeeseenlaskujen kasvu, edustavat nähdäkseni toisen sukupolven kestävän rahoituksen rahoitusvälineet holistisempaa lähestymistapaa. Tällä viitataan erityisesti kestävyys- ja sosiaalisiin joukkovelkakirjalainoihin, joissa liikkeeseenlaskija määrittää itse kestävyystavoitteet, joiden saavuttamisen perusteella määritetään lainan lopullinen korkomarginaali. Edelleen kestävän rahoituksen ekosysteemiä tarkasteltaessa on kiinnitettävä huomiota rahoituslaitosten myöntämiin kestävyystekijät huomioon ottaviin yrityslainoihin.

Yhteiskunnalliset joukkovelkakirjalainat ovat mainituista rahoitusvälineistä lähimpänä vihreitä joukkovelkakirjalainoja. Esimerkiksi ICMA on julkaissut pitkälti vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskevia periaatteita vastaavat yhteiskunnallisia joukkovelkakirjalainoja koskevat periaatteet.<sup>221</sup> Käytännössä rahoitusvälineiden erona onkin vain se, että yhteiskunnallisten joukkovelkakirjojen varat kohdistetaan sosiaaliin ja yhteiskunnallisiin hankkeisiin vihreiden hankkeiden sijaan. Rakenteeltaan markkina on kuitenkin erilainen vihreistä

---

<sup>220</sup> COM(2020) 590 final, s. 4–5.

<sup>221</sup> Ks. Social Bond Principles 2020. Esim. EU:n työttömyysriskin vähentämiseen tähtäävät SURE-joukkovelkakirjalainat noudattavat ICMA:n periaatteita. Ks. tarkemmin EU SURE Social Bond Framework 2020.

joukkovelkakirjalainoista, sillä yhteiskunnallisten joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskijat ovat toistaiseksi suuressa määrin olleet julkisia, puolijulkisia ja ylikansallisia voittoa tavoittelemattomia toimijoita, mikä selittyy pitkälti rahoitusvälineen tavoitteilla. Yhteiskunnallisten joukkovelkakirjalainojen kysyntään COVID-19-pandemia on vaikuttanut positiivisesti ja liikkeeseenlaskujen yhteismäärää kasvoi vuonna 2020 81 prosenttia noin 148 miljardiin Yhdysvaltain dollariin.<sup>222</sup> Vihreiden joukkovelkakirjalainojen tavoin markkinan kasvun voidaan ennustaa jatkossa houkuttelevan myös yhä enemmän yrityksiä laskemaan liikkeeseen social bondejia. Lopuksi voidaan tuoda esiin, että Euroopan komissio on selvittänyt sidosryhmien kantoja mahdollisiin yhteiskunnallisiin joukkovelkakirjalainoihin kohdistuviin toimenpiteisiin EU green bond -standardia koskeneen kohdennetun konsultaation yhteydessä.<sup>223</sup> Lyhyellä aikavälillä pidän kuitenkin social bondien sääntelyä epätodennäköisenä.

Verrattuna vihreisiin ja yhteiskunnallisiin joukkovelkakirjalainoihin, kestävyys- sidotuilla joukkovelkakirjalainoilla on tiettyjä oikeudelliseen muotoon liittyviä eroja. Joukkovelkakirjalainan varat kohdistuvat nimittäin koko yrityksen rahoittamiseen eivätkä tiettyyn kestävä hankkeeseen. Tästä johtuen kestävyystekijöiden huomioimiseksi on kehitetty toisenlainen mekanismi: liikkeeseenlaskija määrittää kestävyysmittarit ja niitä koskevat tavoitteet, joiden saavuttamisen perusteella etenkin joukkovelkakirjalainan taloudelliset ominaisuudet vaihtelevat.<sup>224</sup> Esimerkiksi liikkeeseenlaskija maksaa tyypillisesti sijoittajalle korkeamman koron velkakirjasta, mikäli liikkeeseenlaskija ei saavuta kestävyystavoitteitaan. Kestävyys- sidottujen joukkovelkakirjalainojen vahvuutena voidaan pitää niiden linkittymistä yritystason ESG-tekijöihin. Samaan aikaan kestävyysmittareille ja -tavoitteille ei kuitenkaan ole määritelty sitovaa vähimmäistasoa, mihin liittyy viherpesun riski.<sup>225</sup> Tältä osin on kiinnostavaa, alkavatko liikkeeseenlaskijat vapaaehtoisesti sitoa mittareita EU-taksonomiaan, mikä voisi viestiä sijoittajille sitoumusten vahvuudesta. Kestävyys- sidottujen joukkovelkakirjalainojen osalta on nähdäkseni syytä huomata, että markkina on vasta muodostumassa ja todennäköisenä voitaneenkin pitää sääntelyn kohdistamista myös tähän rahoitusvälineryhmään etenkin, mikäli EU green bond -standardin tuottamat kokemukset ovat rohkaisevia.

---

<sup>222</sup> BloombergNEF 11.1.2021.

<sup>223</sup> Consultation document: Establishment of an EU green bond standard 2020, s. 4 ja 12.

<sup>224</sup> Sustainability-Linked Bond Principles 2020, s. 2.

<sup>225</sup> ICMA:n kestävyys- sidottuja joukkovelkakirjalainoja koskevissa periaatteissa todetaan, että voi olla hyödyllistä ja tarkoituksenmukaista ottaa huomioon esim. EU:n taksonomia tai Pariisin sopimuksen tavoitteet mittareiden määrittämisessä. Sustainability-Linked Bond Principles 2020, s. 4.

Kestävän rahoituksen ekosysteemissä kestäville yritysainoilla on merkittävä rooli, kun tarkastellaan rahoituksen kestävyiden valtavirtaistumista. Tämä johtuu siitä, että vain rajatulla määrällä yrityksiä on tarve ja resursseja esimerkiksi vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskulle, sillä liikkeeseenlaskun tyypillinen määrä joukkovelkakirjalainamarkkinoilla on 300–500 miljoonaa euroa.<sup>226</sup> Pääomamarkkinoille tulon kynnys muodostuu näin ollen suhteellisen korkeaksi erityisesti pienille ja keskisuurille yritykselle, joiden rahoitus on tämän vuoksi Euroopassa pitkälti pankkiriippuvaisia. Tämä puolestaan korostaa rahoituslaitosten merkitystä kestävan rahoituksen kanavoinnissa. LMA on julkaissut ICMA:n periaatteita vastaavasti vihreitä lainoja ja kestävyteen sidottuja lainoja koskevat periaatteet, joiden tavoitteena on yhdenmukaistaa markkinakäytänteitä ja varmistaa lainatuotteiden integriteetti.<sup>227</sup> Nähdäkseni yritysainoihin ei kohdistu joukkovelkakirjalainoja vastaavaa sääntelypainetta, sillä kyseessä on kaksiasianosaissuhde lainanantajapuolen ja lainanottajan välillä. Lainanmyöntäjinä toimivilla rahoituslaitoksilla on myös lähtökohtaisesti hyvä neuvotteluasema lainanottaja ESG-tekijöiden arviointiin, mikä puoltaa alan itsesääntelyä.

Yhteenvetona on syytä korostaa, että kestävien rahoitusvälineiden markkinat ovat koko ajan kasvaneet ja monipuolistuneet, mitä voidaan lähtökohtaisesti pitää positiivisena kehityssuuntana sekä liikkeeseenlaskijoiden että sijoittajien kannalta. Samaan aikaan rahoitusvälineiden innovointi kuitenkin johtaa siihen, että sääntelyn levittäytyessä yhdelle alueelle, siirtyvät lieveilmiöt kuten viherpesu todennäköisesti vain toisaalle eivätkä katoa.<sup>228</sup> Näin ollen lainsäätäjällä on viime kädessä kestävyidenkin saralla perimmäisten arvopaperimarkkinaoikeudellisten kysymysten äärellä: kuinka tehokkaasti ehkäistä sääntelyn katvealueiden hyväksikäyttö? Aiheeseen ei pureuduta tässä tutkielmassa tämän syvemmin tutkielman rajallisuuden vuoksi.

### 3.5 Arviointia

TEG:n ehdotusta EU green bond -standardiksi on perusteltua arvioida siitä näkökulmasta, onnistuuko se poistamaan edellä esitetyt markkinoiden pullonkaulat ja näin tukemaan markkinoiden kasvua ja kestävan rahoituksen politiikkatavoitteiden saavuttamista. Keskeisimpänä standardin ominaisuutena voidaan pitää taksonomiaan kytkeytyvää vihreä-käsitettä, joka tulee kasvattamaan rahoitettavien hankkeiden kestävyteen liittyvää oikeusvarmuutta

---

<sup>226</sup> TEG 2019, s. 18.

<sup>227</sup> Green Loan Principles 2020 ja Sustainability Linked Loan Principles 2020.

<sup>228</sup> Ks. rahoitusalan innovaatioiden sääntelystä tarkemmin esim. Marjosola 2017, s. 39–43.



edellä esitetysti ja muodostamaan selvän kestävyysluokituksen vihreille joukkovelkakirjalainoille – EU green bond -leiman. Lisäksi standardissa on määritelty suhteellisen selkeästi, mitä hankkeita vihreiden joukkovelkakirjalainojen kohteena voi konkreettisesti olla. Nämä seikat tulevat nähdäkseni vähentämään liikkeeseenlaskijoiden maineriskejä, sillä lähtökohteisesti EU-standardin mukaisesti rahoitetut hankkeet lienevät myös sijoittajien ja sidosryhmien näkökulmasta vihreitä. Sijoittajien näkökulmasta tämä tarkoittaa viherpesun riskin vähentymistä. Nähdäkseni EU-standardia voidaankin pitää kokonaisuutena melko sijoittajalähtöisenä sääntelyinstrumenttina, sillä selvän vihreä-käsitteen ohella standardi perustaa lakisääteiset normit, joiden nojalla liikkeeseenlaskijoiden on annettava tietoa vihreistä joukkovelkakirjalainoistaan.

Sen sijaan ongelmallisena voidaan pitää sitä, ettei EU-standardi nähdäkseni itsessään tuo liikkeeseenlaskijoille taloudellisia etuja. Ainakin lyhyellä aikavälillä verifikaatio- ja raportointivaatimukset saattavat pikemminkin jossakin määrin nostaa liikkeeseenlaskuun liittyviä kustannuksia. Liikkeeseenlaskijan taloudellisten etujen osalta standardin valmistelu tuntuukin varovaisesti nojaavan siihen, että sijoittajat palkitsisivat EU green bondit alhaisemmalla korkomarginaalilla, jolloin liikkeeseenlaskija pääsisi hyötymään rahoitusvälineen valinnasta korkokustannusten vähenemisen kautta.<sup>229</sup> Tämän päätelmän ongelmallisuuteen palataan tarkemmin pääluvussa 4, mutta jo tässä vaiheessa voidaan tuoda esiin, ettei alhaisempi korkomarginaali verrattuna tavallisiin joukkovelkakirjalainoihin ole selviö. Nähdäkseni pääomakustannuksiin liittyvät edut tulevat kuitenkin joka tapauksessa olemaan vähäisiä suhteessa jo olemassa oleviin itsesääntelystandardeihin. Suurempien taloudellisten etujen synnyttämiseksi TEG onkin tuonut raportissaan esiin erilaisia mahdollisia julkisen vallan tukitoimenpiteitä, joilla voitaisiin luoda taloudellisia insentiivejä vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskuun.<sup>230</sup> Vaikka näitä tukitoimenpiteitä voitaisiin pitää kestävyuden näkökulmasta sinänsä perusteltuina, voitaneen niitä kritisoida tietynlaisen markkinavääristyksen luomisesta tehokkaaseen markkinamekanismiin puuttumalla. Nähdäkseni tukitoimenpiteitä ei voida pitää kovin todennäköisinä tämänhetkisen tiedon ja perustelujen valossa.

EU-standardin toinen kompastuskivi liittyy nähdäkseni siihen, onnistuuko standardi edistämään markkinan kasvua. Tältä osin voidaan erityisesti kiinnittää huomiota siihen, ettei standardia voida nähdäkseni pitää sellaisena sääntelyinstrumenttina, joka auttaisi käynnistämään

---

<sup>229</sup> Esim. TEG 2019, s. 22 ja 34. HLEG 2018, s. 30.

<sup>230</sup> Ks. TEG 2019, s. 47.

reaalitalouden investointihankkeita. Lisäksi esimerkiksi WWF toi Euroopan komission konsultaatiossa esiin, että vihreillä joukkovelkakirjalainoilla kerätyt varat kohdistuvat yleensä sellaisiin hankkeisiin, joita olisi rahoitettu joka tapauksessa.<sup>231</sup> Markkinan kasvua olennaisempina voidaan kuitenkin EU:n ympäristötavoitteiden kannalta nähdäkseni lyhyellä aikavälillä pitää sitä, siirtyvätkö liikkeeseenlaskijat EU-standardin soveltamiseen itsesääntelystandardien sijaan. Ylipäätään tällä hetkellä vaikuttaa vielä epäselvältä, kuinka paljon taksonomian vaatimukset täyttäviä hankkeita ylipäätään on. Pidän todennäköisenä, että EU-standardin soveltaminen liikkeeseenlaskuihin yleistyy sen mukaan kuin taksonomian vaatimuksia aletaan soveltaa laajemmin yritysten liiketoiminnassa, esimerkiksi raportoinnissa. Toisaalta myös kestävän rahoituksen hankkeiden yhteisvaikutus lisännee green bondien kysyntää, joka on viimekätinen edellytys, johon markkinan kasvu perustuu.

Lopuksi voidaan tuoda esiin, mitä liikkeeseenlaskun jälkeisiä seikkoja liikkeeseenlaskijan kannattaa arvioida vihreiden joukkovelkakirjalainojen kohdalla. Ensinnäkin voidaan kiinnittää huomiota siihen, että pääsääntöisesti joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskun jälkeen liikkeeseenlaskija hakee sen ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi jollekin pörssilistalle. Tältä osin liikkeeseenlaskijan kannattaa punnita, haetaanko kaupankäynnin kohteeksi ottamista pörssilistalle, joka on erikoistunut kestäviin rahoitusvälineisiin. Toisekseen voidaan tarkastella, millä edellytyksillä vihreä joukkovelkakirjalaina voidaan pörssilistauksen jälkeen ottaa mukaan green bond -indekseihin ja tuoko tämä liikkeeseenlaskijalle etuja.

Kestävyyden saralla maailman johtavana kaupankäyntipaikkana voidaan pitää Luxembourgin vihreää pörssiä (LGX), mutta nykyisin suuri osa länsimaisista pörsseistä tarjoaa erillistä markkinapaikkaa kestäville rahoitusvälineille.<sup>232</sup> Mikäli kaupankäynnin kohteeksi ottamista haetaan vihreälle tai kestäville pörssilistalle, asettaa ylläpitäjä hakemuksen hyväksymiselle tietyt joukkovelkakirjalainaan ja liikkeeseenlaskijaan kohdistuvat vähimmäisedellytykset. Käytännössä kyse on siitä, että liikkeeseenlaskijan green bond on jonkin yleisesti tunnustetun standardin mukainen ja liikkeeseenlaskija raportoi tästä standardinmukaisuudesta ja varojen allokoinnista.<sup>233</sup> Näyttäisi siltä, että liikkeeseenlaskijat täyttäisivät nämä edellytykset jo pelkästään noudattamalla ICMA:n vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskevia

---

<sup>231</sup> Konsultaatiopalaute 26.10.2020. Myös Bongaerts – Schoenmaker 2020, s. 4–5.

<sup>232</sup> Esimerkiksi Nasdaq toi kestäville joukkovelkakirjalainoille oman listan Tukholman pörssiin vuonna 2015 ja Helsinkiin 2018.

<sup>233</sup> Ks. LGX Eligibility Criteria ja Nasdaq Sustainable Bond Network Inclusion Criteria.

periaatteita.<sup>234</sup> Näin ollen green bondin ottaminen kaupankäynnin kohteeksi kestäväälle pörssilistalle ei vaikuttaisi lähtökohtaisesti asettavan liikkeeseenlaskijalle juurikaan uusia vaatimuksia, mikäli tämä noudattaa ICMA:n periaatteita. Nähdäkseni tilanne tulee olemaan sama EU green bondien osalta. Pidän nimittäin epätodennäköisenä, että globaalit kaupankäyntipaikat muuttaisivat kestäviä pörssilistoja koskevia edellytyksiään EU green bond -standardin voimaantulon myötä, jolloin EU green bond -standardi saanee ICMA:n periaatteita vastaavan aseman kaupankäynnin kohteeksi ottamista haettaessa. Tästä huolimatta hakeutumista kestäväälle pörssilistalle ei voida pitää merkityksettömänä, sillä vihreän joukkovelkakirjalainan uskottavuuden on katsottu kasvavan, kun green bond täyttää myös pörssilistan ylläpitäjän edellytykset.<sup>235</sup> Tällä puolestaan voi olla positiivisia käytännön vaikutuksia myös taloudellisesti, joita käsitellään tarkemmin pääluvussa 4. Käytännössä kyse on yhdestä ylimääräisestä vihreälle asetettavasta kontrollitasosta, vaikkakin pörssien ylläpitäjät nojautuvat tältä osin liikkeeseenlaskun yhteydessä laadittuun verifikaatioon.

Toisen informatiivisen vihreä-käsitteen ilmentymän muodostavat green bond -indeksit.<sup>236</sup> Kuten kestävät pörssilistat, soveltavat myös indeksien tarjoajat tiettyjä vähimmäisedellytyksiä arvioidessaan uuden liikkeeseenlasketun vihreän joukkovelkakirjalainan sisällyttämistä indeksiin.<sup>237</sup> Toisin kuin pörssilistat, indeksit eivät kuitenkaan vaikuta eksplisiittisesti viitattavaan edellytyksenä ICMA:n vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskeviin periaatteisiin. Sen sijaan S&P ja Solactive edellyttävät yhdenmukaisuutta CBI:n Climate Bonds Standardin kanssa.<sup>238</sup> Näin ollen indeksin tarjoajien edellytyksiä voidaan pitää jonkinasteisesti korotettuina suhteessa kestäviin pörssilistoihin. Koska EU green bondit tulevat olemaan kiinteässä sidoksessa taksonomiaan, pidän mahdollisena markkinan kasvun myötä, että EU-standardin mukaisille vihreille joukkovelkakirjoille voitaisiin luoda oma indeksi. Indeksien informatiivinen merkitys kiteytyy siihen, että indeksit muodostavat tilastollisen arvonkehityksen vertailukohtan. Kansainvälisestä näkökulmasta useiden institutionaalisten sijoittajien tulee sijoittaa arvopapereihin, joilla on kuvatonlainen informatiivinen vertailukohta sijoituksen

---

<sup>234</sup> Ibid.

<sup>235</sup> Kapraun – Scheins 2019, s. 9.

<sup>236</sup> Tärkeimpinä green bond -indekseinä voidaan pitää seuraavia: BAMLGreen Bond Index, Bloomberg Barclays MSCI Green Bond Index, S&P Green Bond Index, S&P Green Bond Select Index, Solactive Green Bond Index. Ks. esim. Park 2018, s. 27.

<sup>237</sup> Yleisesti ottaen indeksien edellytykset ovat pörssilistoja laaja-alaisempia, sillä tarjoajat tarkastelevat vihreyden ohella esimerkiksi luottoluokitusta. Ks. tarkemmin esim. ICMA 2018.

<sup>238</sup> ICMA 2018.

arvonkehitykselle.<sup>239</sup> Tämän vuoksi green bond -indekseillä voidaan katsoa olevan osaltaan tärkeä rooli markkinan kasvattamisessa.

Edellä esitettyjen kestäviä pörssilistoja ja green bond -indeksejä kuvaavien nostojen myötä voidaan yhteenvetona todeta, että vihreille joukkovelkakirjoille asetetut vaatimukset kumuloituvat markkinaekosysteemeissä. Tämän myötä EU green bond -standardin merkitys kasvaa, sillä nähdäkseni EU-standardin vaatimusten mukainen joukkovelkakirjalaina täyttää myös muiden ekosysteemin toimijoiden edellytykset. Vaikka liikkeeseenlaskun jälkeen liikkeeseenlaskijan velvoitteet rajoittuvat pitkälti koron ja nimellisarvon maksamiseen sekä raportointiin, on tehokkailla jälkimarkkinoilla suuri merkitys liikkeeseenlaskun onnistumisen kannalta. Tehokkaat jälkimarkkinat nimittäin houkuttelevat sijoittajia ja siten alentavat lainakustannuksia.<sup>240</sup>

Vihreyteen liittyvä oma kysymyksensä on se, tulisiko green bondeja pisteyttää tai luokitella standardin kohdistuvan verifikaation lisäksi. Markkinakäytännössä tällainen tutkimus- tai luokituslaitoksen arviointi voi kohdistua esimerkiksi itse joukkovelkakirjalainaan tai vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskevaan viitekehykseen. Mahdollisuus sisällyttää tällainen pisteytys- tai luokitusvelvollisuus pakottavana standardiin voidaan nähdäkseni jättää huomioida jo ensi katsannossa hallinnollisen taakan ja kustannusten lisäämisen välttämiseksi. Vapaaehtoisen pisteytyksen tai luokituksen lisäarvo liikkeeseenlaskijalle lienee muutoinkin suhteellisen rajallinen, sillä käytännössä jo EU green bond -leiman tarkoituksena on viestiä siitä, että liikkeeseenlaskija ylittää vastuullisuustyössään lainsäädännön vähimmäisedellytykset ja täyttää EU:n asettamat kestävä taloudellisen toiminnan vaatimukset. Edelleen voidaan huomioda, että taksonomian ollessa elävä asiakirja, tulisi kestävyuden suhteellisen korkean tason säilyä jatkossakin. Näin ollen EU-standardin mukaisesti liikkeeseen laskettujen green bondien tulisi teoriassa aina sijoittua vihreydellään mitattuna pisteytysten ja luokitusten kärkipäähän. En myöskään näe EU green bondien keskinäisellä vertailulla pisteytys- tai luokitusjärjestelmän avulla juurikaan käyttöalaa.

EU green bond -standardia, samoin kuin muita tutkielmassa mainittuja standardeja, voidaan kritisoida siitä, että omaksuttu hankelähtöisyys sivuuttaa yritystason vaikutukset ympäristölliseen kestävyYTEEN. Esimerkiksi *Ehlers ym.* toteavat, ettei voida pitää selvänä, että

---

<sup>239</sup> OECD 2017, s. 30.

<sup>240</sup> Knüpfer – Puttonen 2018, s. 57 ja 89.

vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlasku vähentäisi hiilidioksidipäästöjä yritystasolla, kun päästöjen määrää verrataan yrityksiin, jotka eivät ole laskeneet liikkeeseen green bondeja. *Fatica* ja *Panzica* sen sijaan havaitsivat tutkimuksessaan yhteyden kasvihuonekaasupäästöjen vähenemisen ja vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskun välillä pitkällä aikavälillä.<sup>241</sup> Huomionarvoisena voidaan pitää sitä seikkaa, että *Fatican* ja *Panzican* mukaan päästövähennys oli suurempi, jos vihreä joukkovelkakirjalaina oli verifioitu. Yhtä lailla päästövähennys oli suurempi silloin, kun kyseessä oli kokonaan uuden hankkeen rahoittaminen eikä ainoastaan jo olemassa olevan hankkeen uudelleenrahoitus.<sup>242</sup>

Koska ainakaan toistaiseksi selvää korrelaatiota vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskun ja yritystason ympäristövaikutusten vähenemisen kanssa ei ole yksiselitteisesti havaittavissa, voidaan korostaa muiden kestävän rahoituksen hankkeiden merkitystä yritystason kestävyysseuraamiseksi.<sup>243</sup> Tässä yhteydessä voidaan viitata yleisesti liikkeeseenlaskijoiden antamaan muuhun kuin taloudelliseen tietoon esimerkiksi NFRD:n nojalla. Tätäkin täsmällisemmän yritystason vertailukohdan kuitenkin muodostaa taksonomia-asetuksen 8 artiklan 2 kohdan mukainen tiedonantovelvollisuus liikevaihdosta sekä pääomameinoista ja toimintamenoista, jotka liittyvät ympäristön kannalta kestävänä pidettävään taloudelliseen toimintaan. TEG:n mukaan NFRD:n soveltamisalaan kuuluvien liikkeeseenlaskijoiden tulisi antaa tällainen tieto vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskevassa viitekehyksessään.<sup>244</sup> Tieto yritystason taksonomiamukaisuudesta olisi nähdäkseni omiaan vähentämään kuilua green bondin vaikutusten raportoinnin ja yritystason raportoinnin välillä, kun vihreät hankkeet kytkeytyvät taksonomian kautta yritystason kestävyysmittareihin. Ihanne-tilanteessa onnistunut vihreä hanke vaikuttaisi nimittäin positiivisesti myös taksonomia-asetuksen 8 artiklan tiedonantovelvollisuuden mukaisiin kestävyysmittareihin.

---

<sup>241</sup> Myös Flammer on tehnyt saman johtopäätöksen yhdysvaltalaisen yritysten osalta. Ks. Flammer 2018, s. 28–29.

<sup>242</sup> *Fatica – Panzica* 2020, s. 14, 18–19 ja 24.

<sup>243</sup> Ehlers ym. viittaavat tutkimuksensa johtopäätöksissä yritystason kestävyysluokituksiin. Ks. Ehlers ym. 2020, s. 39–41 ja 45.

<sup>244</sup> EU Green Bond Standard Usability Guide 2020, s. 21.

## 4 EU-STANDARDIN VAIKUTUKSET MARKKINATOIMIJOIHIN

### 4.1 Vihreät joukkovelkakirjalainat käytännössä

Tutkielmassa on tähän saakka tarkasteltu vihreitä joukkovelkakirjalainoja ehdotetun EU green bond -standardin näkökulmasta. Seuraavaksi näkökulmaa täydennetään analysoimalla vihreitä joukkovelkakirjalainoja rahoitusvälineinä käytännön rahoituspäätöksen kannalta ja tämän jälkeen arvioimalla, millaisia vaikutuksia EU-standardilla olisi liikkeeseenlaskijoihin ja sijoittajiin. Liikkeeseenlaskijoiden perspektiivistä voidaan tässä yhteydessä puhua myös niin sanotusta vihreiden joukkovelkakirjalainojen business casesta, joka rakentuu toisaalta taloudellisten ajureiden ja toisaalta ympäristötavoitteiden varaan. Tiivistetysti kyse on siitä, että tavoitteena on taloudellisesta näkökulmasta alentaa pääomakustannuksia sekä samaan aikaan edistää ympäristöä koskevien sitoumusten saavuttamista.<sup>245</sup> Tässä tutkimuksessa näitä piirteitä tarkastellaan kuitenkin objektiivisesti sen sijaan, että pyritäisiin argumentoimaan business casen puolesta tai vastaan.

Yksi tärkeimmistä yrityksen rahoituspäätöksistä on perustilanteessa se, rahoitetaanko toimintaa oman vai vieraan pääoman ehtoisella rahoituksella.<sup>246</sup> Tarkemmin ottaen kyse on siitä, kuinka yrityksen rahoitus jakautuu eri pääomalajeihin siten, että yrityksen pääomarakenne olisi optimaalinen eli keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) olisi mahdollisimman alhainen.<sup>247</sup> Yleisesti joukkovelkakirjalainojen korkokustannukset ovat rahoituslaitosten myöntämiä yrityslainoja alhaisempia, mikä puoltaa markkinaehtoisen rahoituksen hakemista, kun yritystoiminta on tarpeeksi laajaa. Toisena joukkovelkakirjalainojen etuna suhteessa rahoituslaitosten lainarahoitukseen on pidetty sitä, että niiden maturiteetti vastaa paremmin yritysten investointihankkeiden usein pitkiä hankeaikatauluja.<sup>248</sup> Tämä vähentää hankkeiden uudelleenrahoitustarvetta ja siihen liittyvää riskiä. Punnittaessa valintaa vihreän ja tavallisen joukkovelkakirjalainan välillä, liikkeeseenlaskijat ovat ruotsalaisessa haastattelututkimuksessa tuoneet esiin muun muassa yrityksen sijoittajapohjan laajentamisen, alhaisemmat pääoman kustannukset ja kestäviin sijoitustuotteisiin kohdistuvan kysynnän tärkeimpinä perusteinaan valita green bond.<sup>249</sup> Nähdäkseni nämä ominaispiirteet eivät

---

<sup>245</sup> Maltais – Nykvist 2020, s. 5–6.

<sup>246</sup> Knüpfer – Puttonen 2018, s. 187. Sinänsä yritysrahoituksessa tunnistetaan ns. välipääomarahoituksen rahoitusvälineitä, jotka luetaan kuitenkin muodollisesti joko yrityksen omaan tai vieraaseen pääomaan. Ks. esim. Mähönen – Villa 2020, s. 133–135.

<sup>247</sup> Ks. tarkemmin Modigliani – Miller 1958 ja Knüpfer – Puttonen 2018, s. 191–199.

<sup>248</sup> OECD 2017, s. 37. Vihreiden joukkovelkakirjalainojen juoksuaajassa ei kuitenkaan vaikuta olevan eroa suhteessa tavallisiin joukkovelkakirjalainoihin. Ks. Kapraun – Scheins 2019, s. 12.

<sup>249</sup> Maltais – Nykvist 2020, s. 10.

kuitenkaan rajoitu green bondeihin vaan pätevät yhtä lailla muihinkin sijoittajille tarjottaviin kestäväen rahoituksen joukkovelkakirjalainoihin. Aloitteen valita vihreä joukkovelkakirjalaina tavallisen sijasta on nähty tulevan tyypillisesti liikkeeseenlaskussa avustavalta emissi-onjärjestäjältä.<sup>250</sup> Tätä voidaan selittää ainakin sillä seikalla, ettei vihreiden joukkovelkakir-jalainojen etuja liikkeeseenlaskijalle voida pitää kovinkaan selvinä eikä yksiselitteisinä eten-kään taloudellisesta näkökulmasta, minkä lisäksi emissionjärjestäjät tuntevat markkinoi-den kysynnän liikkeeseenlaskijaa paremmin.<sup>251</sup>

Edellä sanottu huomioiden ensimmäisenä käytännön seikkana voidaan kiinnittää huomiota joukkovelkakirjalainan korkoon liikkeeseenlaskuhetkellä. Aiemman tutkimuksen perus-teella vihreiden joukkovelkakirjalainojen kuponkikorot ovat ensimarkkinoilla keskimäärin alhaisemmat kuin saman liikkeeseenlaskijan ehdoiltaan vastaavien, ja siten vertailukelpois-ten, tavallisten joukkovelkakirjalainojen.<sup>252</sup> Tästä negatiivisesta preemiosta käytetään myös käsitettä *greenium*, jolla on korostettu green bondien vihreydestä saatavaa korkoetua.<sup>253</sup> Toi-saalta myös vastakkaisia tutkimustuloksia on, joissa negatiivista preemiota ei ole havaittu.<sup>254</sup> Määrältään negatiivinen preemio on ollut tutkimuksissa 18–34 peruspistettä eli 0,18–0,34 prosenttia.<sup>255</sup> Esimerkiksi *Zerbib* on kuitenkin havainnut selvästi matalamman, 2 peruspis-teen negatiivisen preemion.<sup>256</sup> Näin ollen korkomarginaalille ei voida antaa kovin suurta ta-loudellista käytännön painoarvoa liikkeeseenlaskijoiden näkökulmasta ensinnäkään sen vä-häisen määrän ja toisaalta negatiivisen preemion saavuttamiseen liittyvän epävarmuuden vuoksi. Lisäksi voidaan tuoda esiin, että jälkimarkkinoilla yhtä vahvaa negatiivista pree-miota ei ole havaittavissa. Esimerkiksi *Kapraun* ja *Scheins* toteavat päinvastoin, että jälki-markkinoilla vihreiden joukkovelkakirjojen arvostus on 14 peruspistettä alhaisempi kuin ta-vallisten, mitä voidaan selittää green bondien tavallisia joukkovelkakirjalainoja alhaisem-malla likviditeetillä ja mahdollisella luottamuspulalla green bondien vihreyteen.<sup>257</sup>

Ensimarkkinoiden negatiivisesta preemiosta liikkeeseenlaskijalle seuraavaa taloudellista hyötyä on tyypillisesti verrattu siihen, kuinka paljon vihreän joukkovelkakirjalainan

---

<sup>250</sup> Maltais – Nykvist 2020, s. 10.

<sup>251</sup> Deschryver – de Mariz 2020, s. 8.

<sup>252</sup> Ehlers – Packer 2017, s. 97.

<sup>253</sup> Liaw 2020, s. 2. Kapraun – Scheins 2019, s. 2.

<sup>254</sup> Flammer 2018, s. 32.

<sup>255</sup> Kapraun – Scheins 2019, s. 16. Baker ym. 2018, s. 21. Ehlers – Packer 2017, s. 97–98.

<sup>256</sup> Zerbib 2019, s. 28–29.

<sup>257</sup> Kapraun – Scheins 2019, s. 20.

liikkeeseenlasku- ja hallinnointikustannukset ovat korkeammat kuin tavallisen joukkovelkakirjalainan. Tältä osin korkeammissa kustannuksissa on kyse ensisijassa green bondin verifikaatiokustannuksista ja toisaalta esimerkiksi vihreään joukkovelkakirjalainaan liittyvistä raportointikustannuksista.<sup>258</sup> Vaikka negatiivinen preemio on alhainen, on sen havaittu kattavan mainitut kustannukset.<sup>259</sup> Joka tapauksessa nämä kustannukset kaventavat negatiivisesta preemiosta liikkeeseenlaskijalle koituvaa hyötyä, mikä ennestään vähentää taloudellisen hyödyn painoarvoa vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskua punnittaessa.

Sijoittajan näkökulmasta liikkeeseenlaskijariskin arviointi ja hinnoittelu ovat vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen keskiössä.<sup>260</sup> Verrattaessa vihreitä joukkovelkakirjalainoja tavallisiin on kuitenkin syytä huomata, ettei rahoitusvälineillä ole eroa niihin liittyvän riskin näkökulmasta, mikäli joukkovelkakirjalainojen ehdot ovat vihreä-tekijää lukuun ottamatta muutoin yhtenevät.<sup>261</sup> Tämä johtuu siitä, että molempiin rahoitusvälineisiin kohdistuu samat liikkeeseenlaskijariskit.<sup>262</sup> Näin ollen rahoitusvälineiden hinnoittelunkin pitäisi sinänsä olla yhdenmukaista, koska liikkeeseenlaskijalle ei syntyisi taloudellista insentiiviä valita kahdesta muutoin identtisestä rahoitusvälineestä vihreää.<sup>263</sup> Tämän vuoksi vihreiden joukkovelkakirjalainojen negatiivista preemiota voidaankin pitää kiinnostavana ilmiönä.

Sijoittajien näkökulmasta vihreiden joukkovelkakirjalainojen negatiivinen preemio voidaan perustella sillä, että green bondin liikkeeseenlasku indikoi vahvempaa kestävyysseikkojen huomioon ottamista.<sup>264</sup> Toisin sanoen vihreän rahoituksen osuus kulkisi ikään kuin käsi kädessä vihreiden omaisuuserien kanssa. Jonkinlaisena osoituksena tästä logiikasta voidaan pitää sitä, että vihreiden joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskua koskevan tiedottamisen on havaittu vaikuttavan positiivisesti liikkeeseenlaskijan osakekurssiin, kun tavallisen joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskun vaikutusta voidaan pitää neutraalina.<sup>265</sup>

---

<sup>258</sup> Verifikaatioon liittyvä kustannus on TEG:n mukaan alle 40 000 euroa. Ks. TEG 2019, s. 21.

<sup>259</sup> Maltais – Nykvist 2020, s. 10. Tämä seuraa käytännössä suoraan siitä, että liikkeeseenlaskun määrän ollessa tyypillisesti 300–500 miljoonaa euroa, jo yhden peruspisteen negatiivinen preemio tarkoittaa 30 000–50 000 euron kustannussäästöä. Ks. TEG 2019, s. 18 ja 34.

<sup>260</sup> Göthlin 2019, s. 571.

<sup>261</sup> Schoenmaker – Schramade 2019, s. 275. Perustilanteessa liikkeeseenlaskija vastaa joukkovelkakirjalainaan liittyvistä velvoitteestaan koko taseellaan eikä rahoitetun kohteen omaisuuserillä. Ks. OECD 2017, s. 55.

<sup>262</sup> SOU 2017:115, s. 42. Myös ICMA on todennut, ettei vihreiden joukkovelkakirjalainojen kokonaisriskiin liity erityisluonnetta verrattuna tavallisiin joukkovelkakirjalainoihin. Ks. Guidance Handbook 2020, s. 16.

<sup>263</sup> Schoenmaker – Schramade 2019, s. 275.

<sup>264</sup> Zerbib 2019, s. 26.

<sup>265</sup> Flammer 2018, s. 20.



Nähdäkseni edellinen perustelu on kuitenkin ristiriidassa rahoitusteorian perusoletuksena olevan tehokkaiden markkinoiden hypoteesin (ECMH) näkökulmasta.<sup>266</sup> ECMH:n mukaan markkinoiden hinnat heijastavat kaikkea saatavissa olevaa tietoa. Rahoitusteoriassa markkinoiden tehokkuutta on *Famaa* mukaillen eritelty perinteisesti kolmella eri tasolla: heikolla, puolivahvalla ja vahvalla.<sup>267</sup> Heikolla tasolla markkinahintaan sisältyy tieto historiallisista hinnoista. Puolivahvalla tasolla hintaan sisältyy edellisen lisäksi kaikki julkinen tieto. Vahvalla tasolla hintaan sisältyy lisäksi kaikki sisäpiiritieto.<sup>268</sup> Mikäli lähtökohdaksi otetaan markkinoiden tehokkuus, vaikuttaisi siltä, että vihreät joukkovelkakirjalainat muodostavat jonkinlaisen anomalian, sillä julkistetun tiedon tulisi sisältyä yhtä lailla tavallisten joukkovelkakirjalainojen hinnoitteluun. Toisaalta havainto puoltaa myös sitä päätelmää, että kestävyysraportointia koskeva sääntely ei tällä hetkellä ole tarkoituksenmukaista, kun saman liikkeenlaskijan tavallinen joukkovelkakirjalaina arvostetaan eriävällä tavalla. Tältä osin esimerkiksi WWF toi Euroopan komission lausuntokierroksella esiin, että vihreiden joukkovelkakirjalainojen raportointikustannusten alentamisen sijaan tulisi ulottaa vastaava sääntely tavallisten joukkovelkakirjalainojen piiriin.<sup>269</sup> Tämä olisi perusteltua siltä kannalta, että yhtenäisen raportoinnin myötä eri rahoitusvälineiden kestävyyttä voitaisiin aidosti vertailla keskenään sen sijaan, että ainoastaan vihreiksi leimatut tuotteet olisivat tiedollisesti vertailukelpoisia keskenään. Tämä voisi synnyttää selviä etuja kestävästi toimiville yrityksille markkinaehtoista rahoitusta haettaessa.

Toisaalta kirjallisuudessa negatiivisesta premiosta johtuvaa eroa ehdoiltaan samanlaisten vihreiden ja tavallisten joukkovelkakirjalainojen välillä on selitetty yksinkertaisuudessaan sillä, että markkinoiden tarjonta on rajattua, jolloin vahva kysyntä johtaa green bondien lievästi edullisempaan arvostukseen ensimarkkinoilla.<sup>270</sup> Tarjonnan kasvaminen johtaisi näin ollen negatiivisen premion poistumiseen, kun kysyntä ja tarjonta olisivat paremmin tasapainossa.<sup>271</sup> Nykyisessä markkinatilanteessa EU-sääntely kannustaakin vihreyteen ainakin siltä kannalta, että ensimmäiset vihreät toimijat voivat saada edelläkävijöinä suuremman taloudellisen edun. Joka tapauksessa havainnot puoltava sitä, että vihreiden joukkovelkakirjalainojen taloudellisia ominaisuuksia merkittävämpi syy sijoittaa green bondeihin näyttäisi

---

<sup>266</sup> Knüpfer – Puttonen 2018, s. 168.

<sup>267</sup> Ks. Fama (1970). Myös Ibid.

<sup>268</sup> Esim. Knüpfer – Puttonen 2018, s. 171.

<sup>269</sup> Konsultaatiopalaute 26.10.2020.

<sup>270</sup> Zerbib 2019, s. 26.

<sup>271</sup> Ibid.

yksinkertaisuudessaan olevan ympäristötavoitteisiin sitoutuminen.<sup>272</sup> Nähdäkseni tämä oikeuttaa myös jonkinasteisen kritiikin suhteessa tehokkaisiin markkinoihin liitetyn rationaalisen markkinatoimijan lähtökohtaan. Kestävässä rahoituksessa voikin nähdäkseni olla perinteistä rahoitusteoriaa enemmän sijaa käyttäytymistaloustieteelliselle markkinatoimijan mallinnukselle, sillä toimijoihin vaikuttavat paitsi sääntelyn tavoitteet myös esimerkiksi si-dosryhmäodotukset.<sup>273</sup>

## 4.2 Vaikutukset liikkeeseenlaskijoihin

Tarkasteltaessa edellä esitettyjä käytännön näkökohtia liikkeeseenlaskijoiden kannalta, EU green bond -standardin taloudelliset vaikutukset liikkeeseenlaskijoihin ovat nähdäkseni vähäisiä, jos niitä ylipäättään on. EU-standardiin liittyy sinänsä green bond -markkinan tehokkuutta parantava vaikutus, sillä standardin nojalla annettava tieto on aiempaa laadukkaampaa ja vertailukelpoisempaa. Vaikuttaa kuitenkin siltä, että negatiivisten preemioiden ei odoteta kasvavan nykyisestä tasosta.<sup>274</sup> Toisaalta myöskään green bondien liikkeeseenlasku- ja hallinnointikustannusten ei voitane odottaa kasvavan merkittävästi standardin myötä, sillä verifikaatio- ja raportointivaatimukset nojaavat pitkälti nykyiseen markkinakäytäntöön. Euroopan komission konsultaatiossa EU-standardin mukaisten kustannusten katsottiin kuitenkin muodostuvan yleisesti ottaen jonkin verran nykyistä markkinakäytäntöä korkeammiksi.<sup>275</sup> Myös EU-standardin valmistelussa vaikuttaa jonkinasteisesti tunnistetun se markkinan kasvattamiseen liittyvä ongelma, että EU-standardi ei juurikaan tarjoa suoria taloudellisia hyötyjä liikkeeseenlaskijoille. TEG on nimittäin kiinnittänyt huomiota etenkin siihen, voitaisiinko liikkeeseenlaskijoita tukea osaksi tai kokonaan vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskukustannuksien osalta siltä osin, kuin kustannukset ovat tavallisia joukkovelkakirjalainoja korkeammat.<sup>276</sup>

Sen sijaan liikkeeseenlaskijoiden sijoittajakunnan monimuotoisuuden ja rahoituslähteiden monipuolisuuden kehittämiseen EU-standardi tarjonnee oivan väylän. Ensinnäkin monet vihreiden joukkovelkakirjalainojen haltijat ovat pitkän aikavälin ja matalan riskin institutionaalisia sijoittajia, mikä nähdäkseni indikoi vahvempaa sitoutumista vihreiden joukkovelka-

---

<sup>272</sup> Schoemaker – Schramade 2019, s. 276.

<sup>273</sup> Ks. yleisellä tasolla esim. Collin 2020, s. 20–21.

<sup>274</sup> Maltais – Nykvist 2020, s. 10.

<sup>275</sup> Konsultaatiopalaute 26.10.2020.

<sup>276</sup> TEG 2019, s. 47 ja 55.

kirjalainojen kohdehankkeiden tavoitteiden saavuttamiseen.<sup>277</sup> Toisekseen voidaan tuoda esiin, ettei sijoittajakunnan monipuolistuminen rajoitu ainoastaan joukkovelkakirjojen haltijoihin, sillä esimerkiksi *Flammer* on havainnut noin 2–3 %:n kasvun sekä liikkeeseenlaskijan pitkän aikavälin että vihreyttä painottavien institutionaalisten sijoittajien määrässä osakkeenomistajina vihreän joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskun jälkeen.<sup>278</sup> Sijoittajakunnan monimuotoisuuden ohella rahoituslähteiden monipuolisuutta on pidetty yhtenä tärkeänä syynä vihreiden joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskulle. Rahoitusmarkkinoilla voidaankin havaita kasvava näkemys siitä, että rahoitus ja sen ehdot riippuvat tulevaisuudessa yhä enemmän kestävyystekijöiden huomioonottamisesta.<sup>279</sup> Taksonomian vaatimukset täyttävän EU green bondin liikkeeseenlaskua voidaan pitää verrattain selkeänä osoituksena siitä, että liikkeeseenlaskija on huomionnut kestävyystekijät toiminnassaan. Vahvan EU green bond-leiman avulla liikkeeseenlaskijoilla onkin mahdollisuus ennestään edistää sijoittajakunnan monimuotoisuutta ja monipuolistaa rahoitustaan, millä liikkeeseenlaskijat viimekädessä varmistavat pääoman hankintansa.<sup>280</sup> Lisäksi EU-standardilla voidaan nähdä olevan merkitystä sijoittaja- ja sidosryhmäviestinnän tukena tietynlaisena laatuleimana paitsi vihreälle joukkovelkakirjalainalle myös yritystason kestävyydelle.<sup>281</sup>

Mitä tulee rahoituslähteiden monipuolisuuteen rahoitusjärjestelmän tasolla, rahoituslaitoksilla on merkittävä rooli kestävä rahoituksen ekosysteemeissä. Vihreiden joukkovelkakirjalainojen näkökulmasta teknisen asiantuntijaryhmän raportissa on alleviivattu rahoituslaitosten liikkeeseenlaskujen merkitystä synergioiden saavuttamiseksi vihreiden lainojen markkinoiden kanssa.<sup>282</sup> Käytännössä tällä viitataan rahoituslaitosten rooliin vihreän rahoituksen kanavoimiseksi yhteisöille, joiden on vaikea päästä joukkovelkakirjalainamarkkinoille – ennen kaikkea kyse on pienistä ja keskisuurista yrityksistä.

---

<sup>277</sup> The German Federal Ministry of Economic Cooperation and Development 2018, s. 43. Tältä osin voidaan kiinnittää huomiota siihen, että korkean tason asiantuntijaryhmän loppuraportissa ja Euroopan komission kestävä rahoituksen toimintasuunnitelmassa on arvioitu pääomamarkkinoiden liiallisen lyhytjänteisyyden muodostavan tietynlaisen uhkakuvan kestävyystavoitteiden saavuttamiselle. Ks. COM(2018) 97 final, s. 11–12. HLEG 2018, s. 45–48. Ks. myös Gehring 2016, s. 172. Tältä osin ei kuitenkaan ole selvää, ohjaavatko EU:n kestävä rahoituksen lainsäädäntöhankkeet markkinatoimijoita lyhyen aikavälin taloudellisen tuloksen sijaan kestävyteen ja pitkäjänteisempään päätöksentekoon. Ks. Ahlström – Monciardini 2021, s. 16.

<sup>278</sup> *Flammer* 2018, s. 24–25 ja 29.

<sup>279</sup> *Maltas – Nykvist* 2020, s. 10.

<sup>280</sup> *Ibid.*

<sup>281</sup> *Ibid.*, s. 11.

<sup>282</sup> *TEG* 2019, s. 51–52. *OECD* 2017, s. 37.

TEG:n ajatusmalli lähtee lainojen hinnoittelumekanismista perustuen siihen, että vihreät lainat voitaisiin hinnoitella edullisemmiksi kuin tavalliset yrityslainat.<sup>283</sup> Käytännössä tämä tarkoittaisi sitä, että ympäristötekijät otettaisiin lainaehtoja määriteltäessä vahvemmin huomioon, mitä voidaan rahoituslaitosten kannalta perustella sillä, että tämä johtaisi niiden systemiselle riskille altistumisen vähenemiseen.<sup>284</sup> Tällaisen hintamekanismin soveltuminen edellyttää kuitenkin luotettavaa tietoa velanottajan kestävyyydestä. Vaikka rahoituslaitoksilla sinänsä on etenkin kahdenvälisessä lainasuhteessa vahva neuvotteluasema ja hyvä kuva yhtiön taloudellisesta tilanteesta, tämä ei välttämättä päde ESG-tekijöihin.<sup>285</sup> Sanottu koskee etenkin pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusta, sillä kyseisillä yrityksillä ei ole suuria ja yleisen edun kannalta merkittäviä yrityksiä vastaavia raportointivelvoitteita muusta kuin taloudellisesta tiedosta. Näin ollen kestävyystiedon hankkiminen voi olla useassa tapauksessa haastavaa, jollei sitä tehdä yrityksessä jatkuvasti. Hintamekanismin haasteena voidaan siten pitää sitä, että niillä yritystoimijoilla, jotka ovat kaikkein riippuvaisimpia rahoituslaitosten lainarahoituksesta, on myös heikoimmat edellytykset osoittaa toimivansa kestävästi. Ilman tätä tietoa myös mahdollisuus vihreän rahoituksen kanavointiin kapenee. Tältä osin voidaan tuoda esiin, että Euroopan komissio pohtii muun kuin taloudellisen tiedon direktiivin tarkastelun yhteydessä kevennetyn kestävyystiedon raportointikehikon laatimista pienille ja keskisuurille yrityksille.<sup>286</sup> Vapaaehtoinen kestävyysraportointi voisi nähdäkseni toimia hyvin askeleena vihreiden lainojen valtavirtaistamiseksi.

Kun punnitaan rahoituslaitosten merkitystä liikkeeseenlaskijoina, on syytä palauttaa mieleen, että tyypillinen toimintamalli on luvussa 3.4.2 kuvatusti perustaa lainaportfolio, jota rahoituslaitos rahoittaa vihreällä joukkovelkakirjalainalla. Vihreän rahoituksen ekosysteemin kannalta keskeistä olisi, että rahoituslaitoksen vihreästä joukkovelkakirjalainasta saama mahdollinen taloudellinen etu siirtyisi myös kohdehankkeiden omistajille. Toisin sanoen, mikäli rahoituslaitos saisi vierasta pääomaa green bond -markkinoilta tavallisia joukkovelkakirjalainoja alhaisemmalla korolla, rahoituslaitos voisi siirtää ainakin osan tästä edusta portfolioon hyväksytyille hankkeille siten, että myös rahoituslaitoksen itsensä perimä

---

<sup>283</sup> TEG 2019, s. 47. Tämän tutkielman kontekstissa sivuutetaan se pankkijärjestelmän kannalta kiinnostava keskustelu, voitaisiinko pankkien pääomavaatimuksia keventää vihreän luotonannon osalta, johon esim. HLEG on viitannut. Ks. HLEG 2018, s. 68. Ks. pankkisääntelyn suhteesta kestävyysyteen tarkemmin esim. Alexander – Fisher 2019, jotka vetävät yhteen myös HLEG:n ehdotukseen kohdistuvaa kritiikkiä sivulla 13.

<sup>284</sup> Migriorelli – Dessetine 2019, s. 161.

<sup>285</sup> Myllylä 2017, s. 477.

<sup>286</sup> Summary Report of the Public Consultation on the Review of the Non-Financial Reporting Directive 2020, s. 23–24.

korkomarginaali on alhaisempi. Nähdäkseni kuitenkin näiden taloudellisten näkökohtien rinnalla yhtä merkittävänä tekijänä, ellei jopa merkittävämpänä, voidaan pitää rahoituslaitosten oman toiminnan kestävyyttä. Etenkin omistaja-, sidosryhmä- ja sääntelypaineen johdosta rahoituslaitokset ovat pyrkineet kasvavissa määrin vihertämään antolainaustaan.

Rahoituslaitosten lisäksi valtioilla, muilla julkisyhteisöillä sekä esimerkiksi ylikansallisilla ja kansallisilla kehityspankeilla on merkittävä rooli rahoituksen kanavoinnissa.<sup>287</sup> Roolia voidaan pitää siinä mielessä erityisenä, että nämä toimijat tarjoavat rahoitusta korostuneesti niille tahoille, joilla muutoin voi olla vaikeuksia rahoittaa toimintaansa markkinaehdoin. Kyse voi olla esimerkiksi markkinakorkoa alhaisemmasta korkomarginaalista tai markkinaehtoista lainaa pidemmästä takaisinmaksuajasta. Tutkielmassa on tähän saakka tarkasteltu vihreitä joukkovelkakirjalainoja pääosin yritysten näkökulmasta, minkä vuoksi on paikallaan tuoda tässä yhteydessä esiin, että vaikutukset mainittuihin julkisiin tai voittoa tavoittelemattomiin tahoihin liikkeeseenlaskijoina ovat pitkälti yksityisiä yrityksiä vastaavia.

Julkisyhteisöjen osalta EU green bond -standardin valmistelun yhteydessä on eksplisiittisesti hyväksytty, että julkisia investointeja ja tukia voidaan rahoittaa vihreillä joukkovelkakirjalainoilla.<sup>288</sup> Suomessa valtionkonttori vaikuttaa kuitenkin toistaiseksi kuitanneen aiheen hiljaisuudessa toteamalla, että vihreiden lainojen projektiluontoisuus on valtion kannalta haasteellista, sillä valtion rahoitusta ei yleensä korvamerkitä tietyille hankkeille.<sup>289</sup> Nykyinen kestävä rahoituksen markkinaekosysteemi vaikuttaa kuitenkin asettavan painetta tämän kannan uudelleentarkastelulle, sillä myös valtiot ovat soveltaneet portfoliomallin mukaista liikkeeseenlaskua menestyksekkäästi.

Ruotsissa julkaistussa laajassa työryhmäraportissa puollettiin taloudelliselta kannalta valtiollisten vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskua alhaisempien korkokustannusten ja rahoituslähteiden laajentamisen johdosta.<sup>290</sup> Tältä osin perustelut olivat siis hyvin yhteneviä yksityisen sektorin kanssa. Ohella kiinnostavana seikkana tuotiin kuitenkin esiin, että valtion liikkeeseenlaskut voisivat potentiaalisesti toimia katalysaattorina green bondien kotimaisen kestävä rahoituksen ekosysteemin kehittymiseksi. Työryhmä perustelee tätä

---

<sup>287</sup> Etenkin valtiot ovat aktivoituneet vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskuun vasta viime vuosina. Esim. Ruotsi ja Saksa laskivat liikkeeseen ensimmäiset vihreät joukkovelkakirjalainansa vuonna 2020.

<sup>288</sup> TEG 2019, s. 28.

<sup>289</sup> Valtionkonttori 1.10.2019.

<sup>290</sup> SOU 2017:155, s. 399.

etenkin markkinan uskottavuuden kasvattamisella ja toisaalta sillä, että valtio voisi toimia markkinoiden suunnannäyttäjänä esimerkiksi green bondien strukturoinnin ja raportointikäytänteiden kehittämisen suhteen.<sup>291</sup> Jälkimmäisen osalta on kuitenkin huomattava, että työryhmän raportti on osin vanhentunut nopeahkosti, sillä EU-standardin tavoitteena on nimenomaan yhdenmukaistaa markkinoiden käytänteitä vähintään Euroopan laajuisesti. Ruotsissa valtiollisen green bondin liikkeeseenlaskua selvittänyt työryhmä totesi loppukanteettinaan, että liikkeeseenlasku on viime kädessä poliittinen kysymys.<sup>292</sup> Tämä on jossain määrin mielenkiintoista nähdäkseni sen vuoksi, että yksinkertaistaen vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskua voitaisiin erityisesti valtioiden kohdalla puoltaa jo sen vuoksi, että valtioilla olisi jonkinasteinen velvoite pyrkiä minimoimaan rahoituskustannuksensa. Esimerkiksi Kapraun ja Scheins ovat tuoneet esiin, että valtioiden liikkeeseen laskemien vihreiden joukkovelkakirjalainojen negatiivinen preemio on tyypillisesti suurempi kuin yritysten.<sup>293</sup> Toteamus vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskun poliittisuudesta liittyyneekin suuremmissa määrin siihen, millaisen vihreä-käsitteen valtio omaksuu ilmasto- ja ympäristöpolitiikassaan.

Viitaten edelliseen, myös valtioita on kritisoitu vihreisiin joukkovelkakirjalainoihin liittyvästä viherpesusta. Esimerkiksi Schoenmaker ja *Schramade* ovat tuoneet esiin dilemman Puolan liikkeeseen laskemien green bondien osalta, sillä valtiossa yli 80 prosenttia energiasta tuotetaan hiilestä.<sup>294</sup> Vasta-argumenttina kritiikille voidaan sinänsä lausua se, että vihreät joukkovelkakirjalainat eivät oikeastaan edes pyri huomioimaan laajempaa liikkeeseenlaskijan tilannetta kestävyys saralla vaan kytkeytyvät ainoastaan kohdehankkeiden viheryyteen. Yhtenä green bond -markkinan rakenteeseen liittyvänä seikkana EU-standardi tulisi jatkossa asettamaan valtiot ja yritykset samalle viivalle, kun joukkovelkakirjalainojen viheryyden varmentaminen tulee perustumaan molempien osalta taksonomiaan. Näin esimerkiksi valtiot eivät nähdäkseni enää jatkossa nauti kestävyysväitteiden kohonneesta luotettavuudesta sijoittajien keskuudessa.<sup>295</sup>

Yhteenvedonomaaisesti vaikuttaisi siltä, että siirryttäessä tarkastelussa taloudellisista tekijöistä kohti muita kuin taloudellisia seikkoja, EU-standardin tarjoamat positiiviset

---

<sup>291</sup> Ibid., s. 396.

<sup>292</sup> Ibid., s. 400.

<sup>293</sup> Kapraun – Scheins 2019, s. 19.

<sup>294</sup> Schoenmaker – Schramade 2019, s. 276.

<sup>295</sup> Kapraun – Scheins 2019, s. 19.

vaikutukset tuntuvat kasvavan. Vihreä-käsitteeseen ja selvään rahoitettavien hankkeiden piiriin liittyvä oikeusvarmuuden kasvu on nimittäin omiaan vähentämään liikkeeseenlaskuun liittyvää maineriskiä. Sen sijaan EU-standardi on nykyisten itsesääntelystandardien tavoin suhteellisen heikko muiden ESG-tekijöiden osalta, vaikka taksonomian vähimmäistason suojatoimet edellyttävätkin tiettyjen yhteiskunnallisten seikkojen huomioimista. Liikkeeseenlaskijan kokonaisvaltaiseen kestävyYTEEN saatetaankin nähdäkseni kiinnittää jatkossa enemmän huomiota.

Lopuksi mainetekijöiden merkitystä arvioitaessa on nähdäkseni syytä ottaa huomioon myös tietynlaiset liikkeeseenlaskijoiden sisäiset oppimisprosessit.<sup>296</sup> Vihreät joukkovelkakirjalainat ovat nimittäin loppujen lopuksi vain yksi liikkeeseenlaskijoiden vastuullisuus- ja kestävyystyön osa-alue. Suurella osalla green bondeja liikkeeseen laskevista yrityksistä on esimerkiksi lakisääteinen velvoite jo mainittuun muun kuin taloudellisen tiedon raportointiin. Lisäksi liikkeeseenlaskijat sitoutuvat kasvavissa määrin vapaaehtoiseen kestävyysraportointiin sekä kestävyYDEN yhteiskunnallisia ulottuvuuksia ja hyvää hallintotapaa edistäviin koodistoihin. Kokonaiskuvassa esimerkiksi EU-standardin raportointivelvoitteet sijoittuvat suhteellisen luontevasti osaksi kokonaisuutta.<sup>297</sup>

#### **4.3 Vaikutukset sijoittajiin**

Kuten liikkeeseenlaskijoiden kohdalla, myös sijoittajien näkökulmasta vihreiden joukkovelkakirjalainojen taloudellisia ominaisuuksia merkittävämpi syy sijoittaa green bondeihin on ympäristötavoitteisiin sitoutuminen.<sup>298</sup> Tämä johtuu siitä, etteivät sijoittajat vaikuta yhdistävän vihreisiin joukkovelkakirjalainoihin sijoittamiseen suoraa taloudellista hyötyä – päinvastoin olennaista on lähinnä se, ettei kestäväYn rahoitusvälineeseen sijoittaminen tarkoita sijoitustuotosta tinkimistä.<sup>299</sup> Tätä voidaan pitää kiinnostavana suhteessa mahdolliseen liikkeeseenlaskijan negatiiviseen premioon, joka sinänsä tarkoittaa sijoittajien kannalta omasta tuottovaatimuksesta tinkimistä edellä esitetysti. Nähdäkseni tämänhetkisen sijoittajien käyttäytymisen valossa liikkeeseenlaskijoiden negatiivinen premio on kuitenkin niin vähäinen, ettei sitä mielletä sijoittajan tuottovaatimuksen alentamiseksi suhteessa tavallisiin

---

<sup>296</sup> Tällä tarkoitan muun muassa yritystason kestävyysstrategiaa, kestävyystavoitteiden asettamista ja mittamista sekä kestävyYteen liittyviä riskienhallintaprosesseja. Samansuuntaisesti esim. OECD 2017, s. 37.

<sup>297</sup> Maltais – Nykvist 2020, s. 11.

<sup>298</sup> Schoenmaker – Schramade 2019, s. 276.

<sup>299</sup> Maltais – Nykvist 2020, s. 9.

joukkovelkakirjalainoihin. Taloudelliselta kannalta EU green bond -standardin vaikutukset sijoittajiin ovat näiden seikkojen johdosta nähdäkseni neutraaleja.

Ensisijaisena syynä sijoittaa vihreisiin joukkovelkakirjalainoihin voidaan pitää mahdollisuutta sijoittaa tiettyyn vihreään hankkeeseen ilman, että sijoittaja ottaa tavallista joukkovelkakirjalainaa suurempaa riskiä.<sup>300</sup> Näin EU green bond -standardin merkitys korostuu ennen kaikkea kestävyysmäärittämistä koskevana työkaluna. Tältä osin EU green bond -standardin vaikutuksia voidaan pitää sijoittajien kannalta positiivisina, sillä standardi kasvattaa green bondien vihreyteen liittyvää oikeusvarmuutta ja selkeyttä. Tämä johtuu siitä, että taksonomian edellytysten täyttyminen on yksiselitteisempää kuin nykyisten periaatteenlisten ja monitulkintaisten vihreyden määritelmien. Toisin sanoen mikäli liikkeeseenlaskija saavuttaa standardin edellytykset, voi sijoittaja luottaa tietyn kynnsarvon ylittävään kestävyteen.<sup>301</sup> Tämä puolestaan poistaa kestävyysriskin määrittämiseen liittyvää epävarmuutta ja siten sijoituskohteiden arviointiin liittyviä kustannuksia, vaikkei liikkeeseenlaskijariski sinänsä alene.<sup>302</sup> Tästä näkökulmasta EU green bond -standardi vaikuttaa ennen kaikkea sitä kautta, että standardin noudattaminen sisältää vahvan kestävyysleiman verrattuna tavallisiin joukkovelkakirjoihin ja jopa muiden itsesääntelystandardien mukaan liikkeeseen laskettuihin green bondeihin.<sup>303</sup> Näin ollen EU green bondien etuna voidaan pitää sitä, että sijoittaja voi osoittaa liikkeeseenlaskijan varojen käyttötarkoituksen ja kohdehankkeiden kautta suhteellisen selkeästi, kuinka tehty sijoitus edistää kestävyttä.

Kun tarkastellaan kestävä rahoituksen ekosysteemiä kokonaisuutena, on tärkeää huomata, että vihreisiin joukkovelkakirjalainoihin sijoittaviin instituutioihin kohdistuu liikkeeseenlaskijoita vastaavia odotuksia sijoittajien omilta edunsaajilta. Siihen kuinka institutionaaliset sijoittajat ottavat kestävyysriskit huomioon toiminnassaan, on kuitenkin katsottu liittyvän avoimuuden puutetta.<sup>304</sup> Ongelmaan on pyritty puuttumaan osana kestävä rahoituksen

---

<sup>300</sup> Ibid., s. 8.

<sup>301</sup> HLEG viittasi tematiikkaan esittämällä komission arvioitavaksi EU Green Bond labelin luomista, joka vahvistaisi, että joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskussa on noudatettu EU-standardia ja taksonomiaa. Ks. HLEG 2018a, s. 34. Tältä osin TEG toteaa, että Euroopan komission tulisi priorisoida EU green bond -standardia sen valmistellessa EU-ympäristömerkin laajentamista rahoitustuotteisiin. Ks. TEG 2019, s. 12. Tämä TEG:n suositus näyttäisi Euroopan komission luonnoksen perusteella olevan toteutumassa. Ks. Draft Criteria Proposal for EU Ecolabel for Retail Financial Products 30.10.2020, s. 7.

<sup>302</sup> OECD 2017, s. 37–38.

<sup>303</sup> *Ex contrario Park*, joka kuvaa viherpesua kierteeksi, joka äärimmillään johtaa siihen, että sijoittajat määrittävät green bondin arvon puhtaasti taloudellisten tekijöiden perusteella sivuuttamalla kestävyystekijät. Ks. Park 2020, s. 606.

<sup>304</sup> COM(2018) 354 final, s. 3.



lainsäädäntöhankkeita tiedonantovelvoiteasetuksella, jonka keskeisenä sisältönä on tältä osin se, että soveltamisalaan kuuluvien institutionaalisten sijoittajien on julkaistava ja ylläpidettävä verkkosivuillaan tietoja kestävyysriskien ja haitallisten vaikutuksen huomioonottamisesta 10.3.2021 alkaen (3 ja 4 artikla). Nähdäkseni tällä on potentiaalia synnyttää tietynlaista kerrannaisvaikutusta varojen ohjaamiseksi kestäviin rahoitusvälineisiin – raportointivelvoitteella on ohjausvaikutusta siihen, millaisiin kohteisiin instituutiot sijoittavat, kun tiedot tulevat edunsaajien ja sidosryhmien tarkasteltavaksi. Tältä osin voidaan erityisesti tuoda esiin 4 artiklan 1 kohdan b alakohdan, jonka mukaan finanssimarkkinatoimijan on julkaistava tiedot siitä, kuinka haitalliset vaikutukset kestävyystekijöihin otetaan huomioon tai selitettävä, miksi niitä ei oteta huomioon (noudata tai selitä -periaate). Tiedonantovelvoiteasetuksen 2 artiklan 24 kohdan kestävyystekijää koskeva määritelmä ei sinänsä ole yhdenmukainen taksonomia-asetuksen kanssa, mutta kestävyysnäkökulmasta sen vahvuutena on kaikkien ESG-ulottuvuuksien kattaminen.<sup>305</sup> Suomalaisesta näkökulmasta kiinnostavana seikkana voidaan mainita, että kannanotto jäsenvaltio-option käyttämiseen, jolla työeläkelaitokset tulisivat asetuksen soveltamisalan piiriin, on jätetty kansallisesta asetusta täydentävästä lakiehdotuksesta pois.<sup>306</sup> Työeläkelaitosten saattaminen asetuksen tuoman läpinäkyvyyden piiriin olisi nähdäkseni kansallisesti merkittävää kyseisten instituutioiden hallinnoidessa Suomessa yli 200 miljardin euron varoja.<sup>307</sup>

Lopuksi voidaan kiinnittää huomiota yhtiöiden hallinnointiin suhteessa joukkovelkakirjalainan haltijoihin. Yhtiön hyvän hallinnoinnin ytimessä on informaatio, ja vaikka EU green bond -standardin tavoitteena on tarjota laadukkaampaa ja vertailukelpoisempaa tietoa sijoittajille, sääntelyllä ei kuitenkaan voida luonnollisesti kokonaan poistaa agenttiongelmia liikkeeseenlaskijan ja velkasijoittajan väliltä. Kun joukkovelkakirjalainojen haltijoilla ei ole esimerkiksi osakkeenomistajia vastaavia hallinnoimisoikeuksia eikä joukkovelkakirjalainojen hajanaisuus, määrä ja monimuotoisuus mahdollista pankkivelkojen soveltamien kovenanttiehtojen kaltaista valvontaa, jää joukkovelkakirjalainojen haltijoiden merkittävimäksi vaikutuskanavaksi käytännössä myydä joukkovelkakirjalainansa markkinoille, mikäli sijoittaja ei ole tyytyväinen green bondeilla saavutettuihin ympäristövaikutuksiin tai jättää jo alun perin joukkovelkakirjalaina merkitsemättä.<sup>308</sup> Kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla tällaisen

---

<sup>305</sup> Tarkemmin ottaen kestävyystekijöillä tarkoitetaan asetuksessa ympäristöön, yhteiskuntaan ja työntekijöihin liittyviä asioita, ihmisoikeuksien kunnioittamista sekä korruption ja lahjonnan torjuntaan liittyviä asioita.

<sup>306</sup> HE 255/2020 vp, s. 50 ja 52.

<sup>307</sup> Ibid., s. 50.

<sup>308</sup> Park 2020, s. 600 ja 608.

exit-kannanoton vaikutusta voitaneen kuitenkin pitää vähäisenä. Jonkinlaisena vaikutuskanavana voidaan lisäksi mainita joukkovelkakirjan haltijoiden joukkovelkakirjalainan ehtoihin perustuva mahdollinen oikeus nimittää edustaja, joka edustaa joukkovelkakirjalainan haltijoita suhteessa liikkeeseenlaskijaan.<sup>309</sup> Joukkovelkakirjalainan haltijoiden edustajan roolin on kuitenkin kritisoitu olevan lähinnä hallinnollinen ja hänen roolinsa hyvin rajallinen suhteessa informaatioasymmetrian vähentämiseen.<sup>310</sup> Verrattain heikoista vaikutusmahdollisuuksista huolimatta ei kuitenkaan ole syytä väheksyä sitä seikkaa, että sijoittaminen vihreisiin joukkovelkakirjalainoihin tavallisten joukkovelkakirjalainojen sijaan on sinänsä vahva kannanotto, joka ohjaa liikkeeseenlaskijoita valitsemaan vihreitä hankkeita toiminnassaan.<sup>311</sup>

Edellä mainitut seikat korostavat nähdäkseni luvussa 3.3.4 tarkasteltua verifioijien portinvartijan roolia suhteutettaessa sijoittajien intressejä liikkeeseenlaskijoihin. Sijoittajat päättävät pitkälti verifikaation perusteella sijoittaa tai jättää sijoittamatta liikkeeseen laskettavaan green bondiin, mikä korostaa verifikaation ohjausvaikutusta suhteessa liikkeeseenlaskijoihin. Esimerkkinä voidaan mainita tilanne, jossa liikkeeseenlaskija esimerkiksi menettäisi EU green bond -leiman sen vuoksi, ettei varojen lopullinen allokaatio, siis rahoitetut kohdehankkeet, täytä taksonomian vaatimuksia. Sen lisäksi, että EU green bond -leiman menettäminen on merkittävä maineriski liikkeeseenlaskijalle, voi se pakottaa osan sijoittajista jopa luopumaan vihreän joukkovelkakirjalainan hallinnasta, jos EU green bond -leima on esimerkiksi pakottava osa sijoittajan sijoituspolitiikkaa. Näin ollen verifioijilla on suhteellisen painava rooli markkinaekosysteemeissä. Tämän vuoksi verifioijiin kohdistuvaa sääntelyä voidaan EU-standardin ohella pitää oikeusvarmuutta lisäävänä kehityssuuntana markkinan integriteetin kasvun myötä. Nähdäkseni tämä on samalla omiaan entisestään vähentämään viherpesun riskiä ja siten kasvattamaan sijoittajien luottamusta vihreiden joukkovelkakirjojen kestävyYTEEN.

---

<sup>309</sup> Park 2020, s. 607–608. Myllylä 2017, s. 478.

<sup>310</sup> Park 2020, s. 607–608.

<sup>311</sup> Park 2018, s. 13.

## 5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielmassa on kuljettu EU green bond -standardin tarkastelusta sääntelyinstrumenttina sen aineellisoikeudelliseen sisältöön ja edelleen markkinatoimijoihin kohdistuviin vaikutuksiin. Vaikka sääntelyn kohde on EU:n arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyssä uusi, ympäristöllisesti kestävä toiminnan rahoittaminen, noudattaa EU-standardi vakiintunutta arvopaperimarkkinaoikeuden sääntelytekniikkaa. EU green bond -standardi muodostaa Lamfalussy-prosessin mukaisena ensimmäisen tason sääntelyinstrumenttina pääperiaatteet vihreille joukkovelkakirjalainoille, jotka täsmentyvät toisen tason sääntelyssä ennen kaikkea taksonomian vähimmäisedellytysten mukaisesti. Muutosta itsesääntelystä velvoitesääntelyyn pehmentää kuitenkin EU-standardin soveltamisen vapaaehtoisuus. Sääntelyn velvoittavuuden kasvattaminen on tutkimuksen havaintojen valossa suhteellisen legitiimiä, sillä sääntelyinstrumentti perustuu nykyiseen markkinakäytäntöön, minkä lisäksi etenkin rahoitusmarkkinatoimijat on otettu vahvasti mukaan sääntelyä valmisteleviin asiantuntijaryhmiin.

EU green bond -standardi kytkeytyy perinteisiin arvopaperimarkkinaoikeuden tavoitteisiin, ennen kaikkea markkinoiden tehokkuuteen ja sijoittajansuojan turvaamiseen. Tutkimuksen havaintojen valossa standardin keskeisimpinä tavoitteina voidaan pitää vihreiden joukkovelkakirjamarkkinoiden luotettavuuden ja integriteetin vahvistamista sekä ennen kaikkea markkinoiden tehokkuuden edistämistä. Standardin tiedonantovelvoitteita voidaan pitää oikeana sääntelykeinona näiden molempien tavoitteiden saavuttamiseksi.<sup>312</sup> Standardin käytännön vaikutusten näkökulmasta ei kuitenkaan voida pitää yksiselitteisenä, johtaako tehokkuuden kasvu suoriin taloudellisiin etuihin liikkeeseenlaskijoille verrattuna jo nykyisillä itsesääntelystandardeilla saavutettaviin negatiivisiin preemioihin. Sinänsä tutkimuksessa havaitut edut suhteessa tavallisiin joukkovelkakirjoihin kuitenkin osoittavat, että EU green bond -standardilla on selvä potentiaali edistää sijoittajien kannalta laadukkaan ja vertailukelpoisen tiedon saatavuutta. Tällä on vähintään sijoittajien kysyntää kasvattava vaikutus, vaikkei kestävyysriskin hinnoitteluun kohdistuva vaikutus olekaan yksiselitteinen. Toisaalta tutkimustulosten valossa vaikuttaa selvältä, että yleinen markkinoiden tehokkuus on heikkoa kestävyystiedon osalta. Tähän liittyy kiinnostavia teemoja myös jatkotutkimuksen kannalta esimerkiksi NFRD:n uudelleentarkastelun johdosta. Nähdäkseni vihreitä joukkovelkakirjalainoja koskevan tiedonannon ja raportoinnin tulisi muodostaa luonnollinen jatkumo säännölliselle yri-  
tystason kestävyysraportoinnille.

---

<sup>312</sup> Armour ym. 2016, s. 62–65. Veil 2017a, s. 25. Brinckmann 2017, s. 265–269 ja 274–277.

Tutkimuksen havainnot osoittavat, että green bond -markkinan kasvun kannalta taloudellisia etuja tärkeämpänä ajurina voidaan pitää sääntelyllä asetettavaa selkeää vihreä-käsitettä. Taksonomiaan perustuva vihreiden hankkeiden määrittely nimittäin parantaisi liikkeeseenlaskijoiden esittämien kestävyysväitteiden oikeusvarmuutta, mikä on nähdäkseni omiaan lisäämään vihreiden joukkovelkakirjalainojen kysyntää sijoittajien keskuudessa. Vihreän rahoituksen ekosysteemin kannalta rahoituslaitoksilla sekä julkisilla ja puolijulkisilla toimijoilla on tärkeä rooli taksonomian vaatimukset täyttävän vihreän rahoituksen kanavoinnissa pienille ja keskisuurille yrityksille. Pienten ja keskisuurten yritysten toiminta muodostaa merkittävän osan eurooppalaista talousjärjestelmää, minkä vuoksi myös niiden rahoituslähteisiin on kiinnitettävä huomiota vihreän siirtymän sekä EU:n ilmasto- ja ympäristötavoitteiden saavuttamiseksi.<sup>313</sup>

Jatkossakin green bond -markkinan kasvun pullonkaulana voidaan pitää reaalityalouden vihreiden hankkeiden puutetta. Tältä osin on selvää, että arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntelyinstrumentti ei voi korvata sellaisia toimenpiteitä, jotka ohjaisivat yritykset ja muut toimijat kestäviin investointeihin. EU green bond -standardi kuitenkin edistää näiden investointien rahoituslähteiden monipuolisuutta taaten vahvan kestävyysleiman taksonomian vaatimukset täyttävälle vihreille hankkeille. Nähdäkseni voidaankin pitää todennäköisenä, että EU green bondit muodostavat ajan mittaan oman vihreiden joukkovelkakirjalainojen markkina-segmenttinsä, jonka kestävyys takaa viime kädessä pakottava lakisääteinen verifiointi. Tämän vuoksi verifiointien sääntelyä tiedonvälittäjinä luottoluokituslaitosten tapaan voidaan pitää tulevaisuudessa todennäköisenä markkinoiden luotettavuuden ja läpinäkyvyyden turvaamiseksi, kun kestävyystekijöiden painoarvo rahoitus- ja sijoituspäätöksissä kasvaa.

Osana kestävä rahoituksen ekosysteemiä joukkovelkakirjalainojen – tässä yhteydessä niin vihreiden, yhteiskunnallisten kuin kestävyys sidottujen – merkittävyys piilee viime kädessä siinä, että ne ovat tarjonneet institutionaalisille sijoittajille sopivan uuden rahoitusvälineen kestävyys edistämiseen niiden hallinnoimilla globaalisti yli 100 biljoonan Yhdysvaltain dollarin varoilla.<sup>314</sup> EU green bond -standardin vaikuttavuus perustuikin ennen kaikkea siihen, että joukkovelkakirjalainoihin sijoitettavat varat kohdentuisivat myös ilmaston ja

---

<sup>313</sup> Euroopan komission pk-yritysstrategian pääpaino on rahoituksen osalta sinänsä rahoituslähteiden monipuolistamisessa, mutta kestävä rahoitus on jäänyt tältä osin sivurooliin. Ks. esim. COM(2020) 103 final, s. 14–17.

<sup>314</sup> OECD 2017, s. 36–37.

ympäristön kannalta optimaalisella tavalla. Kun otetaan huomioon se, että näitä yksityisiä varoja tarvitaan vihreän siirtymän mahdollistamiseksi, voidaan EU green bond -standardin kaltaista yhteissääntelyä pitää perusteltuna julkisten ja yksityisten tavoitteiden yhteensovittamiseksi.

Lopuksi voidaan tuoda esiin yritysten yhteiskuntavastuuseen usein liitetty konsepti siitä, että yritysvastuu on enemmän kuin lakien noudattamista. Rahoitusmarkkinoilla tämä proaktiivisuus on ollut vahvaa suhteessa ESG-tekijöihin. Selvän ympäristöllisen kestävyysluokituksen asettamisella pyritäänkin nähdäkseni ennen kaikkea kannustamaan toimijoita huomioimaan ympäristötekijät toiminnassaan entistä vahvemmin. Tutkimuksen havaintojen valossa rahoitusmarkkinat voivat tarjota selviä taloudellisia sekä muita etuja lain vähimmäistason ylittävälle toimijoille. Oikeustieteen näkökulmasta siirtymä kestäväan rahoitus- ja talousjärjestelmään tarjoaa laajemminkin hedelmällisiä kysymyksenasetteluita, kuinka sääntelyn keinoin voidaan mahdollistaa ja edistää kansainvälisesti sovittuja tavoitteita.<sup>315</sup> EU green bond -standardin lisäarvo perustuu markkinainfrastruktuurin vahvistamiseen lisäämällä markkinoiden tehokkuutta saatavilla olevan kestävyystiedon laatua ja vertailukelpoisuutta parantamalla. EU:n vihreän kehityksen ohjelman kontekstissa tällä pyritään osaltaan mahdollistamaan siirtymän edellyttämien reaalitalouden investointien rahoitus. Standardin vahvuus piilee sen kytkeytymisessä julkisen vallan hyväksymiin ympäristö- ja ilmastotavoitteisiin, jotka edelleen linkittyvät Pariisin sopimukseen ja YK:n kestävä kehityksen tavoitteisiin. Taksonomian asettama selvä taso siitä, mikä on kestävä, kannustaa sijoittajia omaksumaan vastaavat edellytyksen omassa sijoituskohteita koskevassa päätöksenteossään.

Samaan aikaan, kun vihreät lainsäädäntöhankkeet ovat etenkin EU:ssa kasvattaneet painoarvoaan, olisi kuitenkin muistettava myös muut kestävyiden ulottuvuudet.<sup>316</sup> Tältä osin esimerkiksi *Ahlström* ja *Monciardini* ovat tuoneet esiin, että EU:n kestävä rahoituksen lainsäädäntöhankkeet ovat viime kädessä rajoittuneet vihreään rahoitukseen ja etenkin sen ilmastönäkökohtiin sen sijaan, että kaikki ESG-tekijät olisi onnistuttu ottamaan huomioon, kuten alun perin tavoitteeksi asetettiin.<sup>317</sup> Kestävyys tulisikin esimerkiksi yritystoiminnassa huomioida kokonaisvaltaisesti. Tämän mahdollistamiseksi myös sääntelyn tulisi

---

<sup>315</sup> Gehring 2016, s. 145.

<sup>316</sup> Vihreän talousjärjestelmän on kritisoitu sivuuttavan esimerkiksi sosiaaliset ulottuvuudet perustuen etupäässä talouden ja ympäristötavoitteiden edistämiseen. Esim. Ibid., s. 146–147.

<sup>317</sup> Ahlström – Monciardini 2021, s. 12 ja 16. COM(2018) 97 final, s. 2.

viimekädessä kytkeä kestävyiden ulottuvuudet yhteen eikä ainoastaan asettaa pistemäisiä vaatimuksia kestävyiden saralla. Onkin selvää, että vihreiden joukkovelkakirjalainojen merkitys on yritystason kestävyiden näkökulmasta rajallinen, mutta siitä huolimatta vihreä rahoitus toimii yhtenä esimerkkinä liiketoimintapäätösten linkittymisestä yritysten strategiaan. Tulevaisuutta silmällä pitäen on tältä osin kiinnostavaa, ryhdytäänkö EU:ssa esimerkiksi sääntelemään yritysten kestävä hallinnointia nykyistä vahvemmin kokonaisvaltaisen kestävyiden edistämiseksi.